

企業社會揭露的法律管制模式* —— 兼顧實效性與合憲性的觀點

陳仲嶙**、蔡昌憲***、劉冠佳****

摘要

證券交易法制中之揭露義務所及範圍，傳統上著眼於與公司財務有關的資訊；但隨著企業社會責任思維之發展、大型跨國企業的不良紀錄與強大影響力之彰顯、多樣的公益倡議等背景的匯流，晚近已漸擴及於在環境、社會與公司治理（ESG）上的表現等非財務資訊。而值得關注的是，各國在此社會揭露之法制發展，從所採管制模式觀之，呈現多樣化的面貌。

本文之目的，即在從全面性、具體性、強制性等三個面向的視角，觀察各國法制之管制模式，開展其在實效性與合憲性上的比較分析，以作為指出法制建構方向之基礎。本文建議我國未來法制之改革，可朝向以下之雙軌制立法論方向：一方面從我國政治、經濟、社會背景出發，特定出某些普遍被認為具重要性之政府利益，搭配具體而高強制性的揭露要求；另一方面，對於全面性的社會揭露報告，配套概括而弱強制性的制度設計。

* 投稿日：2020年8月4日；接受刊登日：2021年10月29日。〔責任校對：李友銓〕。

作者非常感謝本刊審查先進的寶貴意見。本文為科技部專題研究計畫「企業社會揭露法制的管制意涵與憲法分析」（MOST 105-2410-H-007-020-MY2）之部分研究成果，對科技部之補助併致謝忱。

** 國立清華大學科技法律研究所教授。

*** 國立清華大學科技法律研究所教授兼所長。

**** 專利工程師。

穩定網址：<https://publication.iias.sinica.edu.tw/02617022.pdf>。



關鍵詞：社會揭露、企業社會責任、社會透明化、ESG揭露、非財務揭露、永續報告、商業性言論。

目次

壹、緒論	三、南非
一、研究背景與目的	肆、企業社會揭露法制制度模式的比較分析
二、社會揭露概念之浮現	一、目標設定：實效性與合憲性的考量與兼顧
三、名詞使用說明	二、制度模式的類型化
貳、我國企業社會揭露法制	三、制度模式的比較分析及其洞察
一、金管會之規範	四、制度模式之選擇運用：對我國的法制建議
二、證交所及櫃買中心之規範	伍、結論
三、管制現狀綜覽	
參、企業社會揭露法制的比較法觀察	
一、美國	
二、歐盟	

壹、緒論

一、研究背景與目的

揭露乃是證券交易法制中對於公開發行公司所加諸最重要的義務。鑒於1920年代晚期到1930年代之經濟大蕭條的歷史經驗，美國1933年證券法（Securities Act of 1933）及1934年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）便已為公司揭露要求建立起法律基礎，以達成保障投資人權益及確保證券市場有效運作等目的¹。

¹ David Monsma & Timothy Olson, *Muddling through Counterfactual Materiality and Divergent Disclosure: The Necessary Search for a Duty to Disclose Material Non-*

我國證券交易法（下稱「證交法」）亦承襲相同的揭露制度，要求依該法發行有價證券之公司遵守下列公告與向主管機關申報的規定：「一、於每會計年度終了後三個月內，公告並申報由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。二、於每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內，公告並申報由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師核閱及提報董事會之財務報告。三、於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。²」、「有下列情事之一者，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報：一、股東常會承認之年度財務報告與公告並向主管機關申報之年度財務報告不一致。二、發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項。³」

然而，證券交易法制中之揭露要求，應及於何等資訊？傳統上，應揭露的資訊係從經濟的觀點來界定，因此，傳統上的揭露範圍著眼於與公司財務有關之資訊。但是，投資人未必只會關心一家公司的財務狀況。更重要的是，揭露要求未必僅能具有保護投資人這一種功能。隨著企業社會責任（corporate social responsibility, CSR）概念的興起、大型乃至跨國公司成為人權與環境團體關注的標的，以及許多大型公司公眾形象的劣化，使得期待揭露法制擔負更多角色的思維逐漸升溫，所謂「社會揭露」（social disclosure）、「環境、社會與公司治理揭露」（ESG (Environmental, Social, and Governance) disclosure，下稱「ESG揭露」）、或「社會透明化」

Financial Information, 26 STAN. ENVTL. L.J. 137, 144-45 (2007); Adam Sulkowski & Steven White, *Financial Performance, Pollution Measures, and the Propensity to Use Corporate Responsibility Reporting: Implications for Business and Legal Scholarship*, 21 COLO. J. INT'L ENVTL. L. & POL'Y 491, 492-93 (2010); Adam Sulkowski & Sandra Waddock, *Beyond Sustainability Reporting: Integrated Reporting Is Practiced, Required, and More Would Be Better*, 10 U. ST. THOMAS L.J. 1060, 1062 (2013).

² 證交法第36條第1項。

³ 證交法第36條第3項。

(social transparency) 的概念開始浮現。

除了企業倫理層次的訴求外，將社會揭露納入到法制中的呼聲，在國際間也已逐漸成為現實，且存在多樣化的發展。例如在美國，有多項針對特定事項要求強制揭露之立法被通過。最為人所知者，即2010年達德—法蘭克華爾街改革與消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，下稱「金融改革法」⁴）的第1502條衝突礦石（conflict minerals）揭露條款⁵。該條款及其行政命令要求特定公司揭露其使用之特定礦石是否來自於剛果民主共和國（DRC）或其他九個鄰近國家之一；受規範公司必須進行合理的國家來源探詢，若礦石確實來自於剛果等國家，公司必須對於來源與產銷監管鏈（chain of custody）進行「盡職調查」（due diligence），並提交一份衝突礦石報告⁶。在歐盟，最廣為人知者即2014年公布的第95號指令（Directive 2014/95/EU，下稱「2014年95號指令」），針對大型企業、集團之非財務資訊揭露做出概括性規範，要求各會員國訂定提出企業社會責任報告之立法，以廣泛揭露在環境、社會、員工狀態、人權尊重、反貪腐等面向之事項。2017年則另制定了衝突礦石規則，將揭露法制也運用在特定具體之事項範疇上⁷。另外，南非發展出來的整合性報告（integrated reporting）制度，要求將永續性面向之揭露與財務報告整合在一起

4 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010) (codified as amended in scattered sections of the U.S. Code).

5 衝突礦石揭露條款可謂是國際產品市場上有關於永續供應鏈之著例，並已受到國內學者的關注與討論，例如Chang-Hsien Tsai & Yen-Nung Wu, *What Conflict Minerals Rules Tell Us about the Legal Transplantation of Corporate Social Responsibility Standards Without the State: From the United Nations to the United States to Taiwan*, 38 NW. J. INT'L L. & BUS. 233, 254-57 (2018)；蔡昌憲，從公司法第一條修正談公司治理之內外部機制——兼論企業社會責任的推動模式，成大法學，36期，頁132、136-140（2018年）。

6 Galit A. Sarfaty, *Human Rights Meets Securities Regulation*, 54 VA. J. INT'L L. 97, 106-07 (2013). 詳細說明，參見後文「參、一」。

7 詳細說明，參見後文「參、二」。

呈現，具啟發性的理念與作法，亦受到國際間相當之矚目⁸。

除了立法的塑造，來自司法的約制也是影響社會揭露法制面貌的重要力量。事實上，美國哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院（United States Courts of Appeals, District of Columbia Circuit，下稱「特區巡迴上訴法院」）已二次宣告前揭衝突礦石揭露規範中之特定條款違憲，顯示企業社會揭露法制已遭遇嚴肅的合憲性挑戰⁹。系爭條款要求受規範公司於向證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，下稱「SEC」）提交的報告中及網站中，宣示其產品是否「不涉衝突」（conflict free）。全國製造商協會（National Association of Manufacturers）提起訴訟主張違反憲法第一增補條文，遭聯邦地方法院駁回後，向特區巡迴上訴法院上訴。特區巡迴上訴法院於2014年首次宣判時，即認定系爭規定違憲¹⁰。但因為判決中關於審查標準選擇與適用的見解，在同年稍後的另一判決中發生改變¹¹；因此特區巡迴上訴法院再開聽證，於2015年作成第二次判決，結果仍是認定系爭規定違憲¹²。本案彰顯了企業社會揭露法制的合憲性界線，乃是國內財經界可能少有深究，但實際上密切關涉一項管制政策能否以及如何採取的重要課題。

從各國相關法制的發展可以看到，企業社會揭露可能以不同的面貌出現。不同的管制模式具有不同的優、劣勢，值得立法者關注、思考與抉擇。本文之目的，即在於以實效性與合憲性這二項相互拉扯之考量為視角，分析社會揭露的設計模式，以對我國未來的

8 詳細說明，參見後文「參、三」。

9 關於此系列訴訟的介紹，可參見Celia R. Taylor, *The Unsettled State of Compelled Corporate Disclosure Regulation after the Conflict Mineral Rule Cases*, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 427, 432-45 (2017).

10 *National Association of Manufacturers v. SEC*, 748 F.3d 359 (D.C. Cir. 2014).

11 *American Meat Institute v. U.S. Department of Agriculture*, 760 F.3d 18 (D.C. Cir. 2014).

12 *National Association of Manufacturers v. SEC*, 800 F.3d 518 (D.C. Cir. 2015).

法制方向提供建言。本文主張，在憲法拘束下致力追求社會揭露法制之量能，可以採取雙軌制立法論方向：一方面從我國政治、經濟、社會背景出發，特定出某些普遍被認為具重要性之政府利益，搭配具體而高強制性的揭露要求；另一方面，對於全面性的社會揭露報告，配套概括而弱強制性的制度設計。以下將在概述社會揭露出現之背景與相關名詞使用後，以四部分循序論證上述主張。首先，於第「貳」部分鋪陳與觀察我國社會揭露法制之現狀。其次，於第「參」部分重點式地瀏覽美國、歐盟與南非等法域具指標意義的社會揭露法制之發展。接著，於第「肆」部分開展對各樣社會揭露法制的管制模式類型化，並從實效性與合憲性的視角進行比較分析；最後以此比較分析為基礎，尤於後文「肆、四」部分提出對我國未來法制改革方向之建議。第「伍」部分則為結論。

二、社會揭露概念之浮現

對社會揭露概念之理解，須從其制度背景談起。各國法制中，向來便存在各式各樣要求揭露的機制，像是商品標示、食品成分標示等¹³。揭露要求在不同產業類別中扮演的角色不完全相同，所具有的功能或所欲達成的目的亦各異¹⁴。而證券市場中之揭露要求，主要建基於反詐欺理論，希望藉由國家力量強制企業公開內部資訊，以解決交易市場中投資人資訊不足之現象，確保消費者是在資訊健全的狀態下做出選擇；更簡單地說，乃著重於防止低品質公司以不實表徵使投資人誤認其為高品質的公司¹⁵。而由於「理性的投

13 Michael D. Guttentag, *Evolutionary Analysis in Law: On Disclosure Regulation*, 48 ARIZ. ST. L.J. 963, 972 (2017).

14 *Id.* at 972-73.

15 林建中，從證券法觀點觀察強制公開揭露理論的界線與替代模型，科技法學評論，10卷2期，頁87（2013年）；Chloe Ghoogassian, *Evading the Transparency Tragedy: The Legal Enforcement of Corporate Sustainability Reporting*, 11 HASTINGS BUS. L.J. 361, 377-78 (2015). See also FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 296-98 (1996); David Monsma & John Buckley, *Non-Financial Corporate Performance: The Material*

資人」(reasonable investor)被假定為經濟利益的追求者，理性的投資人會感興趣者，乃資訊的直接且可量化的經濟效果。因此，傳統觀點對於揭露範圍的分析，會是著眼於針對公司財務狀況與前景之資訊若被隱瞞所產生的問題¹⁶。

然而除了公司財務狀況外，各國的證券監管機關以及證券交易所也已意識到，投資人對於企業之非財務資訊，例如在ESG及風險管理上的表現，有越來越重視的趨勢，非財務資訊對於穩定現代資本市場同樣有重要影響¹⁷。許多地方，包括所有G20的成員國，已透過金融管制、公司法或是證券交易所的上市規則等方式，要求或是鼓勵企業對於環境、社會與公司治理議題之揭露¹⁸。也有愈來愈多之實證研究顯示非財務資訊的重要性，非財務風險已成為評估一家企業價值的領導性指標¹⁹。在分析風險影響的研究中顯示，若公司對於非財務風險有更強的監控與管理，則可以更便宜地獲得股權和債務資本²⁰。此外，若一公司之ESG風險管理策略可減輕對該公司利害關係人所造成的衝擊，則該風險管理策略將產生類似保險的效果，從而保護該公司免於面臨因後續法律責任而生的全部財務成本²¹；另有研究指出，環境和社會性活動會間接導致市場風險，而

Edges of Social and Environmental Disclosure, 11 U. BAL. J. ENVTL. L. 151, 182-83 (2004).

16 Ghoogassian, *supra* note 15, at 378.

17 Virginia Harper Ho, “Comply or Explain” and the Future of Nonfinancial Reporting, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 317, 318 (2017).

18 *Id.* at 318.

19 See, e.g., Marc Orlitzky et al., *Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis*, 24 ORG. STUD. 403 (2003); Marc Orlitzky & John D. Benjamin, *Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review*, 40 BUS. & SOC’Y 369 (2001).

20 See, e.g., Sadok El Ghouli et al., *Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?*, 35 J. BANKING & FIN. 2388 (2011); Allen Goss & Gordon S. Roberts, *The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans*, 35 J. BANKING & FIN. 1794 (2011).

21 See, e.g., Paul C. Godfrey et al., *The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management*

這種風險無法透過分散投資的方式消除²²。影響所及，投資人對於非財務資訊也愈來愈重視，在對於投資人的調查中顯示，大多數的機構投資人將非財務資訊視為投資分析的重要指標，投資人要求非財務資訊已經成為當世代的主流；金融分析師在評估企業的風險管理、商業策略、公司治理或是其他長期性價值時，也會將非財務資訊納入考慮²³。

不過，上述從經濟觀點開展之理解，也就是從公司之財務面向與關切收益之投資人角度，來為社會揭露所賦予的正當性，仍不足以完全說明社會揭露的價值與功能。社會揭露之功能的另一個重要面向，在於其可作為影響公司行為的管制工具，以追求多樣化的公共利益。社會揭露要求可藉由將新的風險因子注入管理思維程序中，來達成公司的自我省察；同時，社會揭露要求也有對公民社會賦權的作用，讓許多社會行動者得以針對公共利益有關議題取得更多挑戰或影響公司行為的資訊基礎；再者，社會揭露要求也可能促發股東之關注與負面反應，而對公司之作為施加壓力。綜而觀之，社會揭露要求將塑造一種良善企業的氛圍，促使公司自願性地調整行為朝向政策所欲之方向²⁴。某些社會揭露法制推動立法時的驅動力，正主要來自於對促進人權等特定公益目的之倡議。

綜上，傳統證券市場之資訊揭露範疇，基於投資人利益的新理解與一般化之社會價值的追求，而產生了擴大的動向。在企業社會責任思維之發展、大型跨國企業的不良紀錄與強大影響力之彰顯、

Hypothesis, 30 STRATEGIC MGMT. J. 425 (2009); Ping-Sheng Koh et al., *Firm Litigation Risk and the Insurance Value of Corporate Social Performance*, 35 STRATEGIC MGMT. J. 1464 (2013).

22 Virginia Harper Ho, *Nonfinancial Risk Disclosure and the Costs of Private Ordering*, 55 AM. BUS. L.J. 407, 417-18 (2018).

23 *Id.* at 420-21.

24 David J. Doorey, *Who Made That?: Influencing Foreign Labour Practices Through Reflexive Domestic Disclosure Regulation*, 43 OSGOODE HALL L.J. 353, 372-76 (2005).

多樣的公益倡議等背景的匯流下，社會揭露之概念於焉浮現。

三、名詞使用說明

社會揭露係一廣泛概念，對於公司銷售何種產品、在何國家從事業務、其勞雇與環境方面的紀錄、其於社群或政治上影響之特定資訊等揭露，均可被涵蓋在此概念下²⁵。其並可被進一步區分為二種類型，一是有關公司是否合於法律與國際條約的資訊之揭露，二是有關雖然合法但具有爭議性之活動（例如銷售軍火、生產或散布猥褻的出版品、進行政治捐獻、大規模裁員等）資訊的揭露²⁶。以揭露事項的角度觀之，社會揭露即著重於社會議題——例如環境、人權、職場、消費者安全、平等受僱機會等議題——之揭露²⁷。此一對於揭露的擴大理解或要求，使資訊的提供擴大到有關公司是「如何」賺取利潤之資訊，而不僅止於公司「是否」有賺取利潤的財務資訊²⁸。

除「社會揭露」外，「企業社會責任揭露」、「ESG揭露」、「非財務揭露」、「永續揭露」等名詞，亦廣泛存在於相關討論中。這些名詞間是否完全相同、有無不同的使用脈絡與強調重點、何者是最佳的名詞選擇，或許隨不同論者之理解與看法，而難有絕對定論。就本文而言，將視此些名詞為可互換之概念，並基於簡潔之考量，以社會揭露作為主要使用之詞彙。

25 Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1273-74 (1999).

26 *Id.* at 1274-75.

27 Cyrus Mehri et al., *One Nation, Indivisible: The Use of Diversity Report Cards to Promote Transparency, Accountability, and Workplace Fairness*, 9 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 395, 421-22 (2004).

28 Williams, *supra* note 25, at 1201.

貳、我國企業社會揭露法制

就我國企業社會揭露法制，除證交法本身於2018年12月之增訂針對「公司全體員工平均薪資及調整情形等相關資訊」的特定揭露外²⁹，主要係由金融監督管理委員會（下稱「金管會」）所訂定之「公開發行公司年報應行記載事項準則」（下稱「年報準則」）及「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」（下稱「公開說明書準則」），與臺灣證券交易所股份有限公司（下稱「證交所」）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱「櫃買中心」）制定之多項規範所共同構築而成之綜合性揭露法制。以下將分就金管會之規範，與證交所及櫃買中心之規範概略瀏覽，再分析呈現我國目前相關法制的整體樣貌。

一、金管會之規範

針對企業社會揭露，金管會於年報準則及公開說明書準則中，規定公開發行公司應於公司年報與公開說明書，揭露其履行社會責任及誠信經營情形等資訊³⁰。

證交法第36條第4項規定，已依本法發行有價證券之公司「應編製年報，於股東常會分送股東；其應記載事項、編製原則及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之。」在此授權下，金管會制定了年報準則。該準則自1988年訂定發布後，迄2021年11月30日歷經19次修正。自2008年12月25日的第10次修正起始，年報準則第10條

29 證交法第14條第5項。該規定之立法乃期望藉強制揭露員工薪資調整資訊，促使公司為員工加薪，「以利查核公司治理是否公平合理並善盡社會責任」。賴英照，證券交易法五十年，月旦法學雜誌，293期，頁9-10（2019年）。關於透過修正證交法之政策工具以改善員工薪資問題的進一步說明，亦參見邵慶平，2018年公司法與證券交易法發展回顧，臺大法學論叢，48卷特刊，頁1757-1758（2019年）。

30 尹慧中等著，企業社會責任年鑑編輯委員會編，2016企業社會責任年鑑，頁70（2016年）。

對於公司治理報告之應記載事項，加入了「履行社會責任情形：公司對環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、社會公益、消費者權益、人權、安全衛生與其他社會責任活動所採行之制度與措施及履行情形。」惟當時尚無附表。在2011年1月12日的第12次修正後，關於企業社會責任履行情形，年報準則第10條除前開文字外，並要求依當時的附表二之二之一揭露相關資訊；而附表二之二之一中對於所要求記載事項，已出現「與上市上櫃公司企業社會責任實務守則差異情形及原因」之填列，而與當時的上市上櫃公司企業社會責任實務守則（乃現行「上市上櫃公司永續發展實務守則」（下稱「永續發展守則」）於2021年修正前的名稱³¹）開啟連結。年報準則於2020年1月22日第18次修正後的規定，則更將當時的「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」放入條文本身，要求公開發行公司應於公司治理報告中記載其「履行社會責任情形及與上市上櫃公司企業社會責任實務守則差異情形及原因。」並依該準則之附表二之二之二揭露相關資訊³²。附表二之二之二之內容，係要求企業揭露其對於環境、社會及公司治理議題之運作情形，並說明與當時的上市上櫃公司企業社會責任實務守則（2021年獲更名為「永續發展守則」）之差異情形及原因；當時，該附表亦表明得以編製企業社會責任報告書並註明相關頁次方式，替代直接填列附表內容，而若企業社會責任報告書通過相關驗證機構之查證標準，並應敘明³³。另

31 於2021年12月7日，「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」名稱獲修正為「上市上櫃公司永續發展實務守則」。

32 依2021年11月30日獲修正的年報準則第10條第4款第5目，將「履行社會責任情形及與上市上櫃公司企業社會責任實務守則差異情形及原因」修正為「推動永續發展執行情形及與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形及原因」。

33 如後續段落所述，金管會於2020年發布「公司治理3.0-永續發展藍圖（2021-2023）」，該藍圖強調ESG資訊揭露，規劃將現行「企業社會責任報告書」改名為「永續報告書」。具體而言，於2021年12月7日，臺灣證券交易所股份有限公司以臺證治理字第1100024868號，將「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」公告修正發布名稱為「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」；於2021年12月28日，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心以證櫃監字第11000725521號，將「上櫃公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」公

外，年報準則第10條第4款第6目規定，公開發行公司之公司治理報告應揭露其「履行誠信經營情形及與上市上櫃公司誠信經營守則差異情形及原因。」並依附表二之二之三進行記載。

在公司募集、發行有價證券階段，依證交法第30條第1項規定，公司「於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」同條第2項對公開說明書之應記載事項，授權主管機關以命令定之。在此授權下，金管會訂定了公開說明書準則，其中第32條第1項第5款、第6款有與前引年報準則條文完全雷同之規定，即上市上櫃公司應於公開說明書中記載其「履行社會責任情形」及履行誠信經營情形且與當時的「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」差異情形及原因等，並依照附表63、附表64揭露相關資訊³⁴。

在年報準則第10條及公開說明書準則第32條規定下，應記載之履行社會責任情形（或2021修正後的文字「推動永續發展執行情形」）若未依規定記載，可能連結證交法第178條第1項第4款的行政罰效果。若有記載內容不實時，則可能涉及證交法中之民、刑事責任。在年報中對主要內容有虛偽或隱匿情事者，依證交法第20條、第20條之1及第171條，發行人、其負責人及發行人之職員（曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者）應負民事賠償與刑事責任。若於公開說明書中對主要內容有虛偽或隱匿情事者，則依證交法第32條第1項及第174條規定，以下四種主體須負相關民事與刑事

告修正發布名稱為「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」。綜上，本文於我國法的討論中替換使用「企業社會責任報告書」或「永續報告書」時，指涉對象係同一。

³⁴ 附表63、附表64之內容與前述年報準則之「附表二之二之二」及「附表二之二之三」相同。依2022年1月26日獲修正的公開說明書準則第32條，將「履行社會責任情形及與上市上櫃公司企業社會責任實務守則差異情形及原因」修正為「推動永續發展執行情形及與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形及原因」。

責任：一、發行人及其負責人；二、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者；三、該有價證券之證券承銷商；四、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

另值得作為背景說明的是，金管會對於公司治理之推動，於過去10年根據國際趨勢與國內實踐情形，對外發布了相關施政計畫³⁵。例如，2013年金管會發布了5年版之「2013 強化我國公司治理藍圖」。相關措施於2017年依計畫執行完畢後，為持續推動公司治理之發展且與國際接軌，又於2018年4月24日發布為期3年之「新版公司治理藍圖（2018~2020）」。新版公司治理藍圖包含「深化公司治理及企業社會責任文化」、「有效發揮董事職能」、「促進股東行動主義」、「提升資訊揭露品質」及「強化相關法令規章之遵循」等5大計畫項目，該5大計畫項目又細分為13項策略目標及24項具體措施，其中與揭露非財務資訊相關之項目為第12項策略目標——提升非財務資訊之揭露品質，以及第22項具體措施——「配合國際GRI Standards發布，要求強制編製CSR報告書之上市櫃公司應依GRI Standards編製；另逐年分批檢視CSR報告書，提出改善措施及推動取得第三方驗證；並研議自CSR報告書中篩選屬投資人較為關注之非財務性資訊於年報揭露」³⁶。接續上開「新版公司治理藍圖（2018~2020）」，金管會於2020年發布「公司治理3.0-永續發展藍圖」（2021-2023）（下稱「永續發展藍圖」），持續強化企業永續或企業社會責任的推動³⁷。永續發展藍圖強調ESG資訊揭露，一方面

35 此些計畫在法律定性上應屬行政規則性質，作為設定、宣示與指引未來施政之規劃。

36 參考證券期貨局網站，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=885&parentpath=0,8,882,884>（最後瀏覽日：2020年2月25日）。

37 參見金管會證券期貨局新聞稿，金管會正式啟動「公司治理3.0-永續發展藍圖」，證券期貨局，2020年8月25日，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=>

規劃將現行「企業社會責任報告書」改名為「永續報告書」；另一方面，規劃參考「氣候相關財務揭露工作小組」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 下稱TCFD)及美國「永續會計準則委員會」(Sustainability Accounting Standards Board, 下稱SASB)等訂定之國際準則規範進行研議，推動強化永續報告書之揭露³⁸。未來推動進展，值得持續關注。

二、證交所及櫃買中心之規範

金管會為因應國際上重視企業社會責任之趨勢，除了增加管制規範外，鑑於許多國家係透過自律或指引性質之規範，引導上市上櫃公司落實企業社會責任，因此督導證交所及櫃買中心制定多項守則與內部規範³⁹。從時序上來看，自2002年起，證交所及櫃買中心陸續訂定了「上市上櫃公司治理實務守則」、「上市上櫃公司永續發展實務守則」、「上市上櫃公司誠信經營守則」、「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」、「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」等規範，當中均有部分與社會揭露有關之要求⁴⁰。其中又以「上市上櫃公司永續發展實務守則」與「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」及「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」，和社會揭露之關聯最為密切；其等對於應揭露之資訊與編製永續報告書的要求有直接規定，故以下將特別針對該等規範進一步

95&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202008250004&dtable=News (最後瀏覽日：2021年4月27日)。

38 金管會，公司治理3.0-永續發展藍圖，2020年8月25日，頁20-21，<https://www.fsc.gov.tw/uploaddowndoc?file=news/202012171614060.pdf&filedisplay=%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%863.0-%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%97%8D%E5%9C%96.pdf&flag=doc> (最後瀏覽日：2021年5月15日)。

39 林仁光，2015年公司法與證券交易法發展回顧，臺大法學論叢，45卷特刊，頁1715 (2016年)；李秀玲，鼓勵引導上市上櫃公司履行企業社會責任，證券櫃檯月刊，147期，頁6 (2010年)。

40 尹慧中等著 (註30)，頁68-71。

說明。此外，由於在「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」及「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」對永續報告書之編製要求中，全球永續性報告協會（Global Reporting Initiatives, GRI）發布之準則占有關鍵性的地位，故以下亦將簡介該協會之相關規範。

（一）上市上櫃公司永續發展實務守則

證交所與櫃買中心於2010年2月共同發布現行的永續發展守則之前身——「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」，提供上市上櫃公司實行企業社會責任之指引。鑑於我國接連出現食品安全及環保等事件，且配合金管會強制特定企業編製企業社會責任報告書之政策，該守則經2014、2016年的兩次修正後，使我國企業社會責任之要求範圍更加明確⁴¹。2020年2月13日，該守則更配合金管會所發布的「新版公司治理藍圖（2018~2020）」，並參考國際重要發展趨勢及年報準則規定，而修正第3、17、21、24、26條內容；接續2020年之修正強化企業社會責任的重視，2021年的修正更擴大企業社會責任概念至永續發展的重視，例如：2021年修正後第3條規定：「上市上櫃公司推動永續發展，應注意利害關係人之權益，在追求永續經營與獲利之同時，重視環境、社會與公司治理之因素，並將其納入公司管理方針與營運活動。上市上櫃公司應依重大性原則，進行與公司營運相關之環境、社會及公司治理議題之風險評估，並訂定相關風險管理政策或策略。」又現行第17條第3項規定：「上市上櫃公司宜統計溫室氣體排放量、用水量及廢棄物總重量，並制定節能減碳、溫室氣體減量、減少用水或其他廢棄物管理之政策，及將碳權之取得納入公司減碳策略規劃中，且據以推動，以降低公司營運活動對氣候變遷之衝擊。」且若相關企業未達成該守則訂定之永續發展相關目標，則須依前述年報準則之規定，揭露

41 尹慧中等著（註30），頁69。

其與該守則差異情形及原因。

另外，現行的永續發展守則中關於企業推動永續發展之資訊揭露，規定於第28條及第29條。其中第28條要求上市上櫃公司「應充分揭露具攸關性及可靠性之永續發展相關資訊」，並明定6款應揭露之永續發展相關資訊；第29條則要求「上市上櫃公司編製永續報告書應採用國際上廣泛認可之準則或指引」，並建議取得第三方認證，且建議永續報告書之內容宜包括：「實施永續發展政策、制度或相關管理方針及具體推動計畫」、「主要利害關係人及其關注之議題」、「公司於落實公司治理、發展永續環境、維護社會公益及促進經濟發展之執行績效與檢討」、「未來之改進方向與目標」。

(二) 上市公司編製與申報永續報告書作業辦法、上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法

2011年以來，國內陸續爆發塑化劑、毒澱粉、黑心油等食品安全事件；於2014年9月，金管會正式要求特定企業——即對環境、社會大眾有較大影響之企業——應善盡社會責任，依規定編製企業社會責任報告書。其後證交所即於當時配合制定了「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，對於企業揭露非財務資訊有更具體之規定⁴²。當時櫃買中心亦訂有「上櫃公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」與前者內容幾乎相同，故以下僅就現行的「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」（即2021年更名前之「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」）進行說明。

在規範對象方面，依「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」第2條，應依規定編製永續報告書者有三種類型：1.食品工業、化學工業及金融保險業者；2.餐飲收入占其全部營業收入之比

42 尹慧中等著（註30），頁70。

率達50%以上者；3.股本達新臺幣20億元以上者。其中，最後一款原規定為股本達「100億元」以上者，但有鑒於社會揭露在國際間所受重視日漸升高，在兼顧對受規範公司之影響與因應時程下，採取逐步擴大適用範圍之作法：於2015年10月修正時，將該款改為股本達50億元以上者；要求股本達50億元以上、未滿100億元之上市公司自2017年度起申報前一年度（2016年）之企業社會責任報告書⁴³；2021年12月修正時，擴大強制之公司範圍，要求股本20億元以上未滿50億元者自2023年起須強制編製與申報永續報告書。

在行為義務方面，根據現行該作業辦法第3條，落入前述範圍之公司，「應每年參考全球永續性報告協會（Global Reporting Initiatives, GRI）發布之GRI準則、行業揭露及依行業特性參採其他適用之準則編製前一年度之永續報告書，揭露公司所鑑別之經濟、環境及社會重大主題、管理方針、揭露項目及其報導要求，且至少應符合GRI準則之核心選項。」又「應於永續報告書內揭露報告書內容對應GRI準則之內容索引，並於報告書內註明各揭露項目是否取得第三方確信或保證。」並於2020年1月修正第3條，就前述永續報告書之內容，加強要求「應涵蓋相關環境、社會及公司治理之風險評估，並訂定相關績效指標以管理所鑑別之重大主題。⁴⁴」而除了上述揭露的準據外，該作業辦法第4條另有特定企業應加強揭露之事項；該條除原本要求所有受規範之三種類型公司應揭露「企業非擔任主管職務之全時員工人數、非擔任主管職務之全時員工薪資平均數及中位數，及前三者與前一年度之差異」外，尤於2020年1月進一步要求揭露「企業對氣候相關風險與機會之治理情況、實

43 惟年度決算有累積虧損者，得自2019年適用。臺灣證券交易所股份有限公司（104）臺證治理字第1040021331號函。

44 年報準則第10條與公開說明書準則第32條，也相應地參考國際非財務性資訊揭露之重要發展趨勢，於2020年1月22日當時修正公司履行社會責任情形之應揭露項目的附表評估項目，包括與公司營運相關之環境、社會、公司治理等議題之風險評估，並訂定相關風險管理政策或策略等資訊。

際及潛在與氣候相關之衝擊、如何鑑別、評估與管理氣候相關風險及用於評估與管理氣候相關議題之指標與目標。」再者，現行該作業辦法第5條則規定了申報之期限，並要求應以「將永續報告書及該報告書檔案置於公司網站之連結」申報至指定之網際網路資訊申報系統的方式，來完成申報。此外，現行的同條規定並針對食品工業、餐飲收入占全部營業收入50%以上公司、化學工業、金融保險業之永續報告書，有以下的額外要求：「應取得會計師依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則所出具之意見書」；亦即，該等企業必須取得第三方之確信，且確信之來源與準據均已被明確要求⁴⁵。相對於其他公司得選擇是否尋求第三方確信或保證，得選擇由會計師或其他專業機構出具意見書，並得選擇依照財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則或其他具公信力之準則⁴⁶；顯然，食品工業、餐飲收入占全部營業收入50%以上公司、化學工業、金融保險業受到較嚴格之要求。第4條與第5條針對不同規範對象類型配置的特殊規範，本文整理如下表1：

45 關於條文中所謂「財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則」，以往「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」問答集進一步指出，「確信範圍與程度應依照財團法人中華民國會計研究發展基金會所出具之確信準則公報第一號『非屬歷史性財務資訊查核或核閱之確信案件』規定辦理」。參照「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」問答集，第30點，2019年1月24日。參考自臺灣證券交易所公司治理中心網站，<https://cgc.twse.com.tw/lawQa/listCh>（最後瀏覽日：2020年2月25日）。

46 並參照「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」問答集，第10、27點，2019年1月24日。參考自臺灣證券交易所公司治理中心網站，<https://cgc.twse.com.tw/lawQa/listCh>（最後瀏覽日：2020年2月25日）。

表1 「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」
第4條與第5條的規範對象與行為義務

規範對象	加強揭露事項	確信要求
食品工業	企業在供應商對環境或社會衝擊之評估、顧客健康與安全及行銷與標示重大主題之管理方針、揭露項目及其報導要求。	應取得會計師依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則所出具之意見書。
餐飲收入占全部營業收入50%以上者	企業在供應商對環境或社會衝擊之評估、顧客健康與安全及行銷與標示重大主題之管理方針、揭露項目及其報導要求。	
化學工業	化學工業應揭露能源管理、水資源管理、廢棄物管理、保障職業安全與衛生、對當地社區之影響及企業本身及其供應商對環境或社會衝擊之評估等重大主題之管理方針、揭露項目及其報導要求。其報導要求至少應包含諸如企業本身及其供應商為降低對環境或社會之負面衝擊所採取之具體、有效機制及作為。	
金融保險業	金融保險業應揭露企業在資訊安全、普惠金融、與永續金融重大主題相關經營業務之管理方針、揭露項目及其報導要求。其報導要求至少應包含諸如各經營業務為創造社會效益或環境效益所設計之產品與服務。	

資料來源：本文製表。

該作業辦法之要求具有強制性，若受規範公司未依規定申報或申報有錯漏，依「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」第6條規定，將被處以違約金；最嚴重之情形，甚至得依「臺灣證

券交易所股份有限公司營業細則」第50條第1項第3款規定，對其上市有價證券變更原有交易方法或停止其買賣⁴⁷。

(三) 全球永續性報告協會之規範

如前所述，現行「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」規定，受規範公司應參考全球永續性報告協會發布之GRI準則、行業揭露及依行業特性參採其他適用之準則編製永續報告書；其結果，全球永續性報告協會之指導方針即間接成為相關企業須予遵循之規範。基此，本文此處亦將對全球永續性報告協會發布之規範進行介紹。

全球永續性報告協會係由「全球永續性標準委員會」(Global Sustainability Standards Board, GSSB)所監督，而該委員會係一獨立經營之實體(independent operating entity)，由具有廣泛專業技術、經驗豐富、代表利益相關者之成員組成，僅依據公眾利益執行工作，且其舉行之會議除了選舉、任命等行政問題外，皆向大眾公開⁴⁸。其所發布之「企業永續發展報告指南」(Sustainability Reporting Guidelines)，發布時間較早，且涵蓋之揭露議題較許多其他架構廣泛，可以說是國際上編製CSR報告最為廣泛適用之標準。至少依迄2014年的統計，全球250大企業所出具的238本CSR報告中，有190本遵循企業永續發展報告指南，適用比例約達8成；臺灣天下雜誌10大標竿企業所出具的7本CSR報告則全數採用上述指

47 參照「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」問答集，第1、12點，2019年1月24日。參考自臺灣證券交易所公司治理中心網站，<https://cgc.twse.com.tw/lawQa/listCh> (最後瀏覽日：2020年2月25日)；張明輝、楊敬先，企業社會責任資訊記載不實之法律責任，證券服務，641期，頁27-28 (2015年)。

48 *Global Sustainability Standards Board*, GRI, <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/governance-bodies/Global-Sustainability-Standard-Board/Pages/default.aspx> (last visited Feb. 25, 2020).

南。由此可知上述指南在國內外的普及程度⁴⁹。

2016年10月19日，全球永續性報告協會發布「GRI永續性報告準則」(GRI Sustainability Reporting Standards, GRI Standards)(下稱「GRI準則」)，該準則取代了原來的第四代準則(G4)，於2018年7月1日生效。GRI永續性報告準則與G4差異不大，不過前者更加強了管理方針之實施，且將企業組織對於經濟、環境及社會三大領域之影響報告，又各別細分出特定項目之揭露準則，以下簡介GRI準則之基本架構。首先，GRI準則所發布之「通用準則」(universal standards)包含GRI 101、GRI 102及GRI 103，該三份報告提供企業組織製作永續報告之基本準則，適用於所有企業組織。GRI 101為基礎(foundation)，即使用GRI準則之起點，內容包含如何使用及援引GRI準則之方式；GRI 102為一般揭露(general disclosures)，其列出企業應揭露之基本資訊，包含企業簡介(如：規模大小、員工數量等)、高層策略、治理等；GRI 103則是管理方針(management approach)，即對於重要議題之管理方式之揭露。全球永續性報告協會於2021年10月5日發布最新版的「通用準則2021」，特別關注企業組織在管理其永續影響力時，應充分反映其「盡職調查」(due diligence)程序，而永續影響力則包含了「人權」(human rights)領域；通用準則2021將於2023年1月1日生效⁵⁰。另外，全球永續性報告協會也發布了「GRI 11 石油及天然氣行業」(GRI 11 Oil and Gas Sector)等針對特定行業之準則⁵¹。

49 張明輝，台灣接軌國際的下一步：企業社會責任報告，會計師季刊，258期，頁34 (2014年)。

50 *GRI Raises the Global Bar for Due Diligence and Human Rights Reporting*, GRI (Oct. 5, 2021), <https://www.globalreporting.org/about-gri/news-center/gri-raises-the-global-bar-for-due-diligence-and-human-rights-reporting/>.

51 *Global Sustainability Standards Board*, GRI, <https://www.globalreporting.org/standards/sector-program/> (last visited Aug. 23, 2022).

除了所有企業均適用之通用準則，GRI準則另外發布「特定主題準則」(topic-specific standards)，包含經濟、環境與社會(分別為GRI 200、GRI 300、GRI 400)三大領域。此三大領域又各別針對不同項目規範出特定之準則，共計33個項目，包含經濟領域6項、環境領域8項及社會領域19項，例如：GRI 300環境領域下又有「GRI 302能源」(energy)、「GRI 305排放」(emissions)等項目⁵²。其中，「GRI 303水與放流水」(water and effluents)與「GRI 403職業安全衛生」(occupational health and safety)兩項目於2018年進行修正，2018年版本則於2021年1月1日起生效⁵³。

GRI準則之強制性，由強至弱可分為下列三種類型：要求(requirements)、建議(recommendations)、指引(guidance)。「要求」為強制性之指示，在GRI準則中會以「粗體」標示，且以「應」(shall)表示強制；「建議」是例示說明鼓勵企業可施行之特定行動，但並非強制，以「宜」(should)一詞表示；「指引」則包含對於必須遵守規定之背景資訊、解釋及舉例說明，幫助企業了解必須遵守之規定。若企業欲聲稱其遵循GRI準則製成報告，則應遵行「要求」之指示，而「建議」及「指引」則不必然須遵守。以下本文以「GRI 205反貪腐」(anti-corruption)及「GRI 305排放」為例，簡介GRI準則中，對於企業組織應揭露事項之「要求」、「建議」及「指引」之相關內容⁵⁴。

首先，「GRI 205反貪腐」中，又分為「揭露項目205-1：已進行與貪腐相關風險評估之營運據點」(Disclosure 205-1 Operations assessed for risks related to corruption)、「揭露項目205-2：關於反貪腐政策及程序之溝通與訓練」(Disclosure 205-2 Communication and

52 GRI Standards 2016.

53 GSSB Work Program and Standards review, GRI, <https://www.globalreporting.org/standards/work-program-and-standards-review/> (last visited Feb. 25, 2020).

54 GRI 101 2016, at 5.

training about anti-corruption policies and procedures)、「揭露項目205-3：確認之貪腐事件及採取之行動」(Disclosure 205-3 Confirmed incidents of corruption and actions taken)。揭露項目205-1中要求：「企業組織應 (shall) 報告以下資訊：(1)已進行與貪腐相關之風險評估之營運據點總數及百分比；(2)透過風險評估所辨識出與貪腐相關之重大風險」，並於指引中提及該風險評估及營運據點之解釋。揭露項目205-2中要求：「企業組織應報告以下資訊：(1)按地區分類，已進行組織反貪腐政策及程序溝通之成員人數及百分比；(2)按員工類別及地區分類，已進行組織反貪腐政策及程序溝通之員工數及百分比；(3)按商業夥伴之類型及地區分類，已進行組織反貪腐政策及程序溝通之商業夥伴數量及百分比，並說明是否與其他人或企業組織溝通；(4)按地區分類，已接受反貪腐訓練之企業組織治理成員人數及百分比；(5)按員工類別及地區分類，已接受反貪腐訓練之員工人數及百分比」。此揭露項目又建議企業組織對於組織的治理單位、其成員或員工之區分，宜使用「揭露項目405-1：治理單位與員工之多元化」(Disclosure 405-1 Diversity of governance bodies and employees)中的相關資訊，如以性別、年齡層或其他多元化分類之方式，且建議估算商業夥伴之總數，而指引中則說明溝通與訓練有助於建立內、外部之反貪腐意識與能力。最後，揭露項目205-3中要求：「企業組織應報告以下資訊：(1)已確認貪腐事件之總數及性質；(2)已確認之貪腐事件中，員工被解僱或懲處之事件總數；(3)已確認之貪腐事件中，因違反貪腐之行為而與商業夥伴終止契約或未續約之事件總數；(4)於報告期間，針對企業組織或其員工貪腐行為之公開法律案件及其結果」，而指引中解釋公開法律案件包含公開調查、起訴或完結之案件。

接著，「GRI 305排放」又細分為7個揭露項目：「揭露項目305-1：直接的（範圍1）溫室氣體排放」(Disclosure 305-1 Direct (Scope 1) GHG emissions)、「揭露項目305-2：能源間接的（範圍2）溫室

氣體排放」(Disclosure 305-2 Energy indirect (Scope 2) GHG emissions)、「揭露項目305-3：其他間接的(範圍3)溫室氣體排放」(Disclosure 305-3 Other indirect (Scope 3) GHG emissions)、「揭露項目305-4：溫室氣體排放密度」(Disclosure 305-4 GHG emissions intensity)、「揭露項目305-5：溫室氣體排放之減量」(Disclosure 305-5 Reduction of GHG emissions)、「揭露項目305-6：破壞臭氧層物質(ODS)之排放」(Disclosure 305-6 Emissions of ozone-depleting substances (ODS))、「揭露項目305-7：氮氧化物(NO_x)、硫氧化物(SO_x)及其他重大氣體之排放」(Disclosure 305-7 Nitrogen oxides (NO_x), sulfur oxides (SO_x), and other significant air emissions)。相較於「GRI 205反貪腐」,「GRI 305排放」之7個揭露項目有更多具體建議或指引,以揭露項目305-5為例,其要求企業組織應報告以下資訊:「(1)因採取減量措施而直接減少的溫室氣體排放量;(2)計算所包含的氣體種類;是否為二氧化碳、甲烷、氧化亞氮、氫氟碳化物、全氟碳化物、六氟化硫、三氟化氮或上述全部;(3)基準年或基線,包含選擇其為基準年或基線之原因;(4)減量之範圍,是否為直接的(範圍1)、能源間接的(範圍2)及/或其他間接的(範圍3);(5)使用之標準、方法學、假設及/或計算工具」,且報告上述資訊時,應遵守其他規定,例如:排除因產量下降或外包而導致之減量等。在揭露項目305-5中並建議,企業組織若依不同標準和方法學,宜描述標準與方法學的選取方針,另外,此揭露項目亦包含相關指引,例如:減量行動方案得包括:流程之重新設計、設備之改善或更新、燃料轉換、行為改變及碳抵減。

三、管制現狀綜覽

我國非財務資訊之揭露,係由金管會與證交所及櫃買中心強制要求企業提出;因其強制性質,使我國企業社會責任之發展在短期

內便往前邁進許多⁵⁵。不過，我國之規範並非對所有公開發行公司加諸同樣一套管制，在考量各企業之產業特性、獲利能力以及組織的規模等差異下，政策上帶有先聚焦特定行業，而後逐漸擴大管制範圍之思維⁵⁶。而在現行規範下，針對不同對象應如何管制，欲了解相關措施之整體面貌，則有待對前二節（即前文「貳、一」、「貳、二」）之規範進行綜合解析。

首先，基本上所有公開發行公司均應遵循金管會之年報準則；上市上櫃公司除年報準則外，須同時參照永續發展守則，進行揭露。前者為與證交法連結之強制規範；後者則本屬指引／軟性規範性質，但在年報準則加入「與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形及原因」之填列要求後，使其中部分規定透過年報準則發生拘束力，而不再完全僅屬軟法性質⁵⁷。年報準則附表臚列之揭露事項已有某程度之具體性，非僅數句概括描述帶過。由此觀之，公開發行公司已被加諸一定之社會揭露義務。只是，該等義務之履行，並未被要求必須以依循國際間通用準則所編製之永續報告書的方式；同時，亦未被要求揭露須經第三方認證，而是可由證交所或櫃買中心於內部查核時一併審查⁵⁸。在法律效果方面，於未被納入年報準

55 朱竹元，企業社會責任與永續發展策略——企業的全球通行證，頁48（2016年）。

56 朱竹元（註55），頁49。

57 關於永續發展守則之前身——「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」個別規範效力的討論，可參照陳彥良，公司社會責任與永續發展原則之交錯，收於：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會編，當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集，頁86-87（2016年）。

此處所謂強制規範與軟性規範，係依規範連結具法拘束力之效果或僅具事實上影響力所做區分。惟從揭露法制的整體設計來觀察，所謂揭露法制的強制性則非完全是二分結構，而是呈現光譜上的多樣可能。後文「肆、二、(三)」將就此開展詳細的說明。

58 所謂第三方認證，係指由公司及管制機關／機構以外的第三者，就揭露之資訊內容進行查察並表示意見，使資訊接收者得以信賴；特別是獲得獨立第三方之確信者，能提升資訊的透明度與可信性。此之第三方，理論上可包括例如會計師、律師、認證機構等。參照趙崇聖，論非財務資訊揭露法制之建置與全球治理，國立清華大學科技法律研究所碩士論文，頁59-60、143-144（2018年）。

則揭露要求之範圍，無法律上之拘束效果；但在年報準則規制範圍，未依規定記載或記載不實，如前所述將分別連結到行政罰與民、刑事責任等之法律效果。

其次，在「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」與「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」規範下，特定事業——也就是1.食品工業、化學工業及金融保險業者；2.餐飲收入占其全部營業收入之比率達50%以上者；3.股本達新臺幣20億元以上者——受到更嚴格之規範。此些公司須編製永續報告書，且報告書之編製須遵循特定的準據，也就是全球永續性報告協會發布之GRI準則。此一要求使得揭露之事項、內容及形式相當程度被確定下來。此外，前開特定事業中的第一類型及第二類型，依其產業類別並被加諸個別之加強揭露事項。同時，前開特定事業中的第一類型及第二類型，其等所編製之永續報告書，須取得會計師依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則所出具之意見書；亦即不僅須受到第三方的確信，且符合資格之第三方及其確信所依循之準則亦已被明確指定。在法律效果方面，受規範公司未依規定申報或申報有錯漏，將可能引致違約金甚至停止買賣之後果。

參、企業社會揭露法制的比較法觀察

一、美國

在美國，存在二項不同的揭露規範，與社會揭露有所關聯，可分別以抽象性的一般揭露與具體的特別揭露稱之。前者係傳統的發源於財務資訊揭露之規範，雖非針對社會揭露所設，但相關發展已使其涵蓋範圍及於許多非財務風險之揭露⁵⁹。後者則是晚近開創性

⁵⁹ 相對於歐盟，美國目前未建立針對社會揭露的全面性綜合揭露法制（也就是要

的作法，於金融改革法等個別法律中設定之針對特定事項的具體揭露要求。以下進一步分述之：

(一) 抽象性一般揭露

抽象的一般揭露，首先可以從SEC之Regulation S-K及Regulation S-X等有關定期揭露之證券法規來看。依據美國1933年證券法和1934年之證券交易法，發行人於會計年度結束時，若總資產有達到1千萬，而且股東人數達到一定數量，即會被納入SEC的週期性揭露系統之內，且有義務提交多項報告⁶⁰。SEC要求提供之報告主要有三種：分別為Form 8-K、Form 10-K以及Form 10-Q；Form 8-K裡面記載對於投資人來說重要的特定事件；Form 10-K係年度報告；而Form 10-Q則係季報⁶¹。而上述這些被要求揭露之文件必須符合1933年證券法及1934年證券交易法之相關要求；1933年證券法及1934年證券交易法下的Regulation S-X規範了財務報告所應遵循之要求，Regulation S-K則是規範了財務報告以外之揭露⁶²。在早年，1933年證券法與1934年證券交易法係規範不同之揭露文件，第一次公開募股所提交之初次公開文件係被1933年之證券法所規範。然若是週期性且持續性的繼續公開義務則受1934年證券交易法規範；惟於已公開發行之公司欲再次公開募股之情形，則會同時受到1933年證券法與1934年之證券交易法所規範，兩部法律在某些程序上重複規範，造成不必要的時間拖延及無效率，且對於所提交文件之要求也不一致；故而，有學者提倡將兩部法律做整合，

求提供全面涵蓋各項環境、社會與治理事項資訊之報告文件的法制。歐盟該型態之法制詳請參見後文「參、二、(一)」，使美國學者多有擴大揭露的呼聲。See, e.g., Harper Ho, *supra* note 22, at 424-25, 456-69; Sulkowski & Waddock, *supra* note 1, at 1074-80.

60 JOHN C. COFFEE, JR. ET AL., *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 155 (13th ed. 2015).

61 STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 176 (3d ed. 2012).

62 COFFEE ET AL., *supra* note 60, at 156.

Regulation S-K即是為1933年證券法和1934年證券交易法下所要求之諸多文件提供統合標準的遵循指令⁶³。

SEC在2010年即於「氣候變遷相關揭露的指導原則」中強調，Regulation S-K早已要求揭露重要之新興非財務相關風險的影響⁶⁴。例如，項目101(a)要求對業務進行一般性的描述，包括因為非財務風險所造成的改變；項目101(c)要求揭露因為遵守環境法規所造成的重大財務影響；項目103要求揭露公司營運所可能導致之與環境或社會有關的訴訟風險⁶⁵。除此之外，Regulation S-K也要求公司揭露風險管理政策和程序以及高階主管的薪酬，例如，項目307和308要求公司的高階主管或高階財務經理人揭露內部財務控管和程序的相關資訊，並證明這些控管程序之有效性；項目402(s)要求說明高階主管薪酬和風險管理之間的關係，以檢視這些政策是否對於公司有重大不利影響；項目406要求揭露公司的高階財務經理是否受道德準則拘束。這些規定也可被理解為是在要求揭露公司如何管理非財務風險⁶⁶。

證券發行人之揭露義務，依Regulation S-K項目408及在1934年證券交易法下訂定之Rule 12b-20，不僅止於上述那些個別項目之揭露，還包括避免造成誤導所必要之「進一步的重要資訊」等揭露⁶⁷。而所謂「重要內容」(materiality)，運用美國聯邦最高法院於*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*一案針對在證券交易法下訂定之Rule 14a-9所揭示之標準來理解，即「如果存在實質的可能性，一

63 *Id.* at 155-56.

64 Securities and Exchange Commission, Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, 17 CFR PARTS 211, 231 and 241, Exchange Act Release Nos. 33-9106; 34-61469; FR-82 (2010), <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf> [hereinafter 2010 Climate Guidance].

65 Harper Ho, *supra* note 22, at 426.

66 *Id.* at 426-27.

67 See Harper Ho, *supra* note 17, at 324; Harper Ho, *supra* note 22, at 427.

個理性的股東在決定如何投票時將視其為重要，則該被遺漏未揭露之事實即屬重要內容。⁶⁸」基此，證券發行人理論上所擔負之揭露義務，已超越被明確化之個別項目的要求⁶⁹。

不過，雖然存在前述之諸多規定可能運用於非財務資訊的揭露上，但這些規定畢竟並非針對社會揭露所設。首先，在聯邦最高法院針對判定重要內容與否的標準之下，並非所有重要的資訊——即便是理性投資人非常想要知道的資訊——均須定期揭露⁷⁰；從而，僅有在作成投票或投資決定上將被理性股東視為重要者，方具揭露義務⁷¹。其次，「重要內容」之概念與標準相當抽象與模糊，降低了直接運用此概念加諸非財務資訊之揭露義務的可能性。第三，即令是行政命令中之個別項目規定，也基本上是原則基準性的（principles-based），SEC僅對重要風險之認定提供指引，而交由證券發行人自行決定要揭露什麼以及以何種形式揭露⁷²。結果是，投資人實際上僅獲得了相當有限的非財務資訊。即便是在SEC對於非財務風險之重要性已提供明確指導方針的範疇，像是氣候相關風險與網路安全風險，其指導方針也被證明無法強迫公司於其年度報告中揭露重要的風險；例如在2010年SEC發布氣候變遷相關揭露的指導原則⁷³之後，2013年和2014年公司之整體揭露比例並未提高⁷⁴。從上述可知，美國現行證券交易法規對於非財務資訊之揭露只有相

68 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976). 中文說明，請參見劉連煜，現代證券交易法實例研習，16版，頁357（2019年）。

69 Harper Ho, *supra* note 17, at 325.

70 See *In re Time Warner, Inc. Sec. Litig.*, 9 F.3d 259, 267 (2d Cir. 1993) (“[A] corporation is not required to disclose a fact merely because a reasonable investor would very much like to know that fact. Rather, an omission is actionable under the securities laws only when the corporation is subject to a duty to disclose the omitted facts.”)

71 Harper Ho, *supra* note 17, at 324-25.

72 Harper Ho, *supra* note 22, at 425-26.

73 See 2010 Climate Guidance, *supra* note 64.

74 Harper Ho, *supra* note 22, at 429-30.

當低的門檻要求，且僅具原則指引作用，這使得年度報告中僅被揭露有限之非財務資訊，妨礙投資人正確評估投資風險之能力⁷⁵。除此之外，有批評者認為現行SEC要求在定期報告中強制揭露之關於非財務資訊的規定，大多使用像是「重大風險因素」、對公司將「有合理可能性」產生重要影響之「已知」趨勢、事件、需求或不確定性；這一類空泛之語彙可能招致不適當的執法，又容易讓非財務資訊揭露淪為樣板式揭露，從而對投資人而言極少用處⁷⁶。

(二) 具體性特別揭露

除了前節所述之一般性揭露要求外，更加醒目的是個別法律、及其授權下SEC行政命令所加諸之特定非財務資訊的揭露。

最為人所知者，即金融改革法的第1502條衝突礦石揭露條款。如前所述，該條款及其行政命令要求特定公司揭露其使用之特定礦石是否來自於剛果民主共和國或其他九個鄰接國家之一；受規範公司必須進行合理的國家來源探詢，若礦石確實來自於剛果等國家，公司必須對於源頭與產銷監管鏈進行「盡職調查」，並提交一份衝突礦石報告⁷⁷。同樣在金融改革法中，另有一條款（第1504條），類似地在因應人權有關的問題。該條款要求石油、天然氣與礦業公司，揭露其為天然資源商業開發而給予外國政府的金錢支付。其希望藉由透明性與可責性，來消弭開發中國家常見而極重要的貪污腐敗問題⁷⁸。除金融改革法之外，又例如2012年伊朗威脅降低與敘利亞人權法（Iran Threat Reduction and Syria Human Rights Act），當中

⁷⁵ *Id.* at 426-30.

⁷⁶ Catherine Dixon & Aabha Sharma, *Weil Discusses 2018 10-K and Proxy Season: Spotlight on Corporate Sustainability*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 24, 2018), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/24/weil-discusses-2018-10-k-and-proxy-season-spotlight-on-corporate-sustainability/>.

⁷⁷ Sarfaty, *supra* note 6, at 106-07.

⁷⁸ *Id.* at 107-08.

要求受規範公司揭露任何有關協助移轉或提供可能被伊朗政府用於嚴重人權侵害之貨品、技術或服務的資訊；若公司知情地涉入該等活動，它必須在向證券交易委員會每季與每年提交之報告中，增加納入有關該等活動之性質與程度、因該等活動所獲之收入與淨利、及是否有意繼續該等活動等資訊⁷⁹。

在這些法令中，最受矚目也在後續成為憲法爭訟標的者，即衝突礦石揭露規定，故以下將以該項法制為具體例子，進行更詳細的說明。該法之制定係起源於非洲剛果民主共和國及其周圍國家長久以來存在著持續的武力衝突，居住在該些國家之人民面臨嚴重的人道災害，聯合國為此組成專家小組對該區域進行調查，發現某些國外生產者對於當地的礦物購買行為，直接或間接資助了當地特權階級，助長軍事行為；於是，國際社會開始反思，企業對於其供應鏈或生產線之交易行為，是否應當負起監督責任。因此聯合國於2004年之1533號決議、2006年之1698號決議、2008年之1857號以及2009年的1896號等多號決議中指出，國際間應進行合作避免自然資源的交易直接或間接助長軍事行為與迫害人權；並要求會員國採取措施以確保其消費者、進口商及製造商等能知悉原料之來源，並課予監督之義務⁸⁰。以守護人權為宗旨之人道團體為衝突礦石法案主要支持者⁸¹，國會在該等團體的遊說下，便順應著聯合國要求，制定了金融改革法第1502條。該條內容主要可以分為五項：(a)項說明增訂之理由；(b)項修訂證券交易法第13條之規定；(c)項說明政策修訂；(d)項說明國會的報告義務以及(e)項的定義⁸²。其中，該條文將證券交易法中規範揭露之第13條進行修訂，其新增之(p)項即規定：

79 Stephen Kim Park, *Targeted Social Transparency as Global Corporate Strategy*, 35 NW. J. INT'L L. & BUS. 87, 108-09 (2014).

80 Tsai & Wu, *supra* note 5, at 236.

81 THOMAS A. LAMBERT, *HOW TO REGULATE: A GUIDE FOR POLICYMAKERS* 200 (2017).

82 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376, §1502 (2010).

企業揭露的內容應包括企業對於產銷監管鏈的監督有何措施、詳細揭露使用非衝突礦石區的其他產地來源和加工設施以及企業為了確定來源所做的努力，該些內容應經認證，並且公告於企業網站等⁸³。同時，該條文授權並要求SEC制定相關揭露的細則規定，並規定企業應每年對此進行揭露，而SEC即據此於2012年發布了衝突礦石行政命令⁸⁴。依該行政命令規定，證券發行人必須遵循如下三項步驟進行揭露⁸⁵：

1. 第一步驟為決定是否受到衝突礦石揭露規範之拘束。在此步驟中，須決定衝突礦石是否為其生產之產品所必要。若答案為否，公司即無須申報任何事項。若答案為肯定者，則又需要區分該礦產是否在2013年1月31日前已完成精煉或已在剛果等受涵蓋國家（covered countries）之外。若答案為肯定，本行政命令並不適用；若答案為否定，則須進行「合理程度的礦產原產地查詢」（reasonable country of origin inquiry, ROCI）。
2. 第二步驟為「合理程度的礦產原產地查詢」之實行。根據該查詢之結果，若能夠確認或合理相信，礦產來源並非來自剛果等受涵蓋國家或確認礦產來自回收的資源，則可不必執行下一階段，得透過申報Form SD揭露其判斷並簡要描述「合理程度的礦產原產地查詢」及查詢之結果來終結程序。若非上述情形，則應進行第三步驟。
3. 第三步驟為對其須使用之衝突礦石的來源及產銷監管鏈進行「盡職調查」。若盡職調查的結果顯示，其須使用之衝突礦石

83 15 U.S.C. § 78m (p) (2012).

84 Conflict Minerals, 77 FR 56273 (2012).

85 *Id.* at 56279-83. See also Jeff Schwartz, *The Conflict Minerals Experiment*, 6 HARV. BUS. L. REV. 129, 136 (2016).

係來自回收資源或非來自剛果等受涵蓋國家，則應申報Form SD揭露其判斷並簡要描述「合理程度的礦產原產地查詢」、「盡職調查」及其結果。若盡職調查的結果顯示來自剛果等受涵蓋國家且非來自回收資源，應申報Form SD，並出具「衝突礦石報告」(Conflict Minerals Report, CMR)，描述其如何進行盡職調查。並且依據該盡職調查之結果說明所使用的礦石是否資助或有助於武裝團體。其中，若無法判定該衝突礦石資助或有助於武裝團體，應提出無須經驗證、審計的「衝突礦石報告」，內容須包含是否屬於衝突礦石未判定之描述，以及減少挹注武裝團體之風險的措施。若能判斷其為資助或有助於武裝團體的衝突礦石，則必須提出經第三方驗證並出具審計意見的「衝突礦石報告」，且於報告中標示產品「並非不涉衝突」。

此項衝突礦石法制於立法後歷經跌宕起伏，但仍存續。首先，如本文前言及後文所提及，要求標示「並非不涉衝突」之規定成為爭訟對象，且最終遭聯邦上訴法院宣告違憲。原先，法院之決定並未對實務操作造成根本性的影響；公司仍必須列出可能源自衝突礦產之產品，蓋該部分之法規並未被宣告違憲。差別僅在，公司無須使用特定之標籤來描述該等產品，而係可使用自己的語彙來加以描述⁸⁶。但在2017年4月7日，SEC公司財務監理部(Division of Corporation Finance)及SEC代理主席陸續發布聲明表示，法院判決之見解仍留下疑問，同時，SEC也接獲值得納入考量的評論意見，故此SEC將著手處理相關議題，以回應法院之決定；在此之前，將不執行Form SD項目1.01(c)，也就是僅執行「合理程度的礦產原產地查詢」之揭露，暫不執行「盡職調查」、「衝突礦石報告」及相關獨立審計⁸⁷。其次，2017年6月8日，美國眾議院通過一項法案，目

⁸⁶ Schwartz, *supra* note 85, at 140-41.

⁸⁷ SEC Division of Corporation Finance, *Updated Statement on the Effect of the Court*

的在推翻許多金融改革法中的規定，其中包括希望完全廢止金融改革法第1502條⁸⁸。不過，至今廢止金融改革法第1502條之立法仍未於參議院通過。

綜上所述，美國在金融改革法及伊朗威脅降低與敘利亞人權法等法律中加入了特定事項的揭露要求，在一般性抽象揭露規範外，為證券交易法制創造了嶄新的元素。其相較於傳統揭露規範之特殊性，尤其顯現在其立法目的非僅在於保護美國當地之投資人，或是僅以維持美國當地的資本市場為目的；毋寧是為了保護原料國之平民，也就是對於人權之保護，因而高度彰顯了社會揭露的特質。

二、歐盟

相較於美國，歐盟針對社會揭露存有要求全面性綜合揭露的法制，而非僅仰賴傳統上發源於財務資訊之揭露規範。此外，歐盟晚近也跟進美國，針對衝突礦石制定了專屬的揭露要求。

(一) 全面性綜合揭露

關於歐洲企業揭露非財務資訊之義務及財務報表應揭露的內容，於2013年6月，歐洲議會及理事會公布第34號指令（Directive 2013/34/EU，下稱「2013年34號指令」），制定年度財務報表、合併

of Appeals Decision on the Conflict Minerals Rule, SEC (Apr. 7, 2017), <https://www.sec.gov/news/public-statement/corpin-updated-statement-court-decision-conflict-minerals-rule>; Acting Chairman Michael S. Piwowar, *Statement of Acting Chairman Piwowar on the Court of Appeals Decision on the Conflict Minerals Rule*, SEC (Apr. 7, 2017), <https://www.sec.gov/news/public-statement/piwowar-statement-court-decision-conflict-minerals-rule>; Colin J. Diamond, *Conflict Minerals Update — SEC Releases Guidance Following District Court Decision*, WHITE & CASE (Apr. 17, 2017), <https://www.whitecase.com/publications/alert/conflict-minerals-update-sec-releases-guidance-following-district-court-decision>.

⁸⁸ Nik Stoop et al., *More Legislation, More Violence? The Impact of Dodd-Frank in the DRC*, 13 PLoS ONE 1, 15 (2018), <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC6084930/pdf/pone.0201783.pdf>.

財務報表等相關報告內容，不同類型之企業亦有不同規定；該指令修正了歐洲議會及理事會於2006年公布之第43號指令（Directive 2006/43/EC），並廢除指令78/660/EEC及83/349/EEC⁸⁹。2013年34號指令採納歐盟執委會提出之「優先考慮小企業—歐洲小企業法案」（Think Small First – Small Business Act for Europe），其認為中小企業在歐盟經濟發展中扮演核心的角色，因此致力於改善整體創業方式，降低中小企業財務資訊之揭露義務及減輕其行政負擔⁹⁰；基於上述理由，本指令明確定義不同規模之企業，其財務報告、管理報告（management report）等內容要求之差異，中小企業、合夥公司對於某些財務資訊揭露義務之豁免等⁹¹。此外，由於某些企業跨國經營，且對於第三方的保護以其淨資產額為限，故為保護股東、員工及第三方，本指令指出協調「年度財務報表及管理報告的發表及內容」、「其中的衡量基準」及「某些有限責任企業之發表」等內容的重要性⁹²。

上述2013年34號指令僅規範企業對於財務、公司治理等資訊進行揭露。歐洲議會及理事會於2014年10月22日公布的第95號指令（即「2014年95號指令」），針對大型企業、集團之非財務資訊揭露及多元化資訊（disclosure of non-financial and diversity information），修正2013年34號指令。其修正理由為歐盟執委會認為在2011年4月13日所採納的「單一市場法案」（Single Market Act）之下，除了促進經濟發展、成長，亦須提高歐盟會員國中所有企業對於社會、環境影響資訊之透明化，即對於非財務資訊之透

89 Directive 2013/34, of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC [hereinafter Directive 2013/34/EU], 2013 O.J. (L 182) 19, 19.

90 *Id.* at 19.

91 *Id.* at 20-21.

92 *Id.* at 19-20.

明化⁹³。該理念於「2011-2014歐盟對於企業社會責任之更新策略」中被重申，並於2011年10月25日獲採納。2013年2月6日，在關於「企業社會責任：有義務、透明的及有責任的商業行為及永續發展」及「企業社會責任：促進公共利益，以永續及可恢復性為目標」之決議中，歐洲議會認知到關於社會、環境等因素之永續發展，企業資訊揭露扮演十分重要之角色，因為能從資訊中了解到永續發展之風險，並能增加投資人或消費者之信任⁹⁴。對於全球經濟之永續性，在長期利潤及社會正義、環境保護之間，非財務資訊之揭露有助於評估、監督及管理企業之行為及對社會之影響。因此，歐洲議會請求歐盟執委會提出企業揭露非財務資訊義務之立法提案，允許企業行動的高度彈性，以因應企業社會責任具有多元面向的本質及政策實施的多樣性，例如，提供給投資人及股東的資訊須具有完整、充足之資訊，以符合其對於可比較性資訊之需求；對於一般大眾則須使其有取得企業對於社會影響之資訊的簡易管道⁹⁵。以下本文將介紹2013年34號指令及2014年95號指令關於企業揭露非財務資訊之相關規定。

2014年95號指令第1條即列出對於2013年34號指令之修正內容及增訂條文，其中增訂之第19a條及第29a條與企業非財務資訊揭露較為相關。又因第29a條之條文架構與第19a條大致相同，不同之處在於其揭露非財務報告之主體為集團之母企業⁹⁶，故以下僅詳細探討第19a條。第19a條規定，屬公共利益實體（public-interest entities）之大型企業須於其「管理報告」中加入「非財務報告」。

93 Directive 2014/95, of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups [hereinafter Directive 2014/95/EU], 2014 O.J. (L 330) 1, 1.

94 *Id.* at 1.

95 *Id.*

96 Directive 2014/95/EU, art. 1(3), 2014 O.J. (L 330) 1, 6. 母企業謂能控制一個或多個子企業之企業。

條文中明確定義「大型企業」、「非財務報告內容」及「可免除揭露義務之情形」等；而在2013年34號指令第2條中明確指出公共利益實體之定義，第19條對於管理報告內容亦有詳細之規定。表2為上述相關條文之詳細內容：

表2 歐盟2013年34號指令及2014年95號指令關於企業揭露非財務資訊之相關規定

<p>Directive 2013/34/EU</p>	<p>Article 2 定義</p>	<p>(1) 公共利益實體 (public-interest entities) 為第1條之企業範圍，而符合下列情形：</p> <p>(a) 根據會員國之法律而治理，其可轉讓證券允許在任何會員國管制的市場內交易（指令2004/39/EC第4條第1項第14款所規範）。</p> <p>(b) 指令2006/48/EC所定義之信貸機構（以公眾的存款或其他應償還資金來經營其業務，並以其自己的帳戶提供信貸之企業；或是指令2000/46/EC所指的電子貨幣機構⁹⁷），且非屬同指令第2條所指之企業。</p> <p>(c) 指令91/674/EEC所指之保險業。</p> <p>(d) 會員國所指定之公共利益實體，例如：因經營本質、企業規模、員工數量等原因而與公眾高度相關之企業。</p>
<p>Directive 2013/34/EU</p>	<p>Article 19 管理報告內容</p>	<p>1. 管理報告應包括對企業業務的發展、績效及立場之公正審查，以及對其面臨的主要風險和不確定性的描述。</p> <p>對於企業業務的發展、績效及立場之審查須均衡且全面性，並與公司的規模及複雜性相一致。</p>

97 Directive 2006/48, of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (recast) [hereinafter Directive 2006/48/EC], art. 4, 2006 O.J. (L 177) 1, 13.

		<p>在理解企業發展、績效或立場所需的範圍內，分析報告應包含與特定業務相關之財務及適當的非財務關鍵績效指標，包括與環境和員工事務相關的資訊。在提供分析時，管理報告應對於年度財務報表中所報告的金額作補充說明。</p> <p>2. 管理報告亦須指出：</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) 企業未來可能的發展。 (b) 研究與發展領域之活動。 (c) 指令2012/30/EU中，第24(2)條所指明之自己股份的收購資訊。 (d) 企業部門的存有資訊。 (e) 所使用的金融工具，及評估資產、負債、財務狀況與損益的資料： <ul style="list-style-type: none"> (i) 財務風險管理之目標及政策，包含每筆主要預期交易的避險及使用何種避險會計。 (ii) 揭露價格風險、信用風險、流動性風險及現金流風險。 <p>3. 如果會員國要求小企業須提供指令2012/30/EU的第24(2)條指出之資訊，即財務報表須附註自己股份之取得，則能免除小企業提出管理報告之義務。</p> <p>4. 第1項第3段關於非財務資訊，會員國可以免除小型及中型企業揭露之義務。</p>
<p>Directive 2014/95/EU (第1(1)條增訂)</p>	<p>Article 19a 非財務報告</p>	<p>1. 符合公共利益實體定義之大型企業，其會計年度資產負債表中，平均員工數量超過500人者，管理報告應加入非財務報告，包含其發展、立場及其活動所造成的影響，至少應包括對環境、社會、員工狀態、人權尊重、反貪腐及賄賂問題之影響，亦須包含下列資訊：</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) 簡要說明企業之商業模式。 (b) 說明企業針對該事項所採取之政策，包

		<p>括所實施的盡職調查流程。</p> <p>(c) 政策實行的結果。</p> <p>(d) 企業運作時與該事項有關的主要風險，包含可能造成不利影響的商業關係、產品與服務，而企業對於這些風險的管理。</p> <p>(e) 與特定業務相關的非財務關鍵表現指標。</p> <p>若企業未針對上述一項或多項事項採取政策，應於非財務報告中提供明確且合理之解釋。</p> <p>第1段所指的非財務報告，應包含對於年度財務報表中金額的參考及補充解釋。</p> <p>當企業之行政、管理、監察部門成員作出正當意見，認為資訊的揭露會嚴重損害企業之商業狀態時，會員國可依國內法賦予其做出意見的權利及須共同負責，從而允許企業免除與該事項相關之揭露義務。</p> <p>對於第1段資訊揭露之要求，會員國應規定企業可遵循國家、歐盟或國際架構，並指出其遵循何者。</p> <p>2. 若企業履行第1項所列之義務，便認為其已履行第19(1)條第3段所稱之非財務資訊分析。</p> <p>3. 若企業及其子企業之資訊已包含於依第29條及本條提出合併管理報告，或其他企業之獨立報告中，則應免除子企業關於第1項之揭露義務。</p> <p>4. 當企業對於同一會計年度做出獨立報告，不論其遵循國家、歐盟或國際架構，亦不論是否包含所有第1項要求揭露之資訊，會員國能免除其準備第1項所示之非財務報告，但該獨立報告須：</p> <p>(a) 根據第30條與管理報告一起出版；</p>
--	--	--

		<p>(b) 從資產負債日起算，在6個月之合理期間內，於企業網站上公告周知，並在管理報告中提及。</p> <p>本項第1段提及之獨立報告，應準用第2項。</p> <p>5. 會員國應確保 (shall ensure) 法定審計人員或審計單位審查企業是否已提供第1項所述的非財務報告，或第4項所述的獨立報告。</p> <p>6. 會員國可以要求 (may require) 由獨立的審查機構來審核第1項非財務報告及第4項獨立報告之資訊。</p>
--	--	---

資料來源：本文整理自 Directive 2014/95/EU、2013/34/EU。

關於負有揭露非財務報告義務之主體，由表2第19a條之條文內容可知，並非所有企業之管理報告皆須包含非財務報告，僅「符合公共利益實體定義之大型企業」有揭露非財務資訊之義務。表2亦列出第2條對於公共利益實體之明確定義，而大型企業之定義，除了第19a條規定之「會計年度資產負債表中，平均員工數量超過500人者」，第3條第4項亦規定其須符合下列三項標準中之至少兩項：(a)資產負債表總額2千萬歐元以上。(b)淨營業額4千萬歐元以上。(c)會計年度平均員工數量250人以上⁹⁸。除了明確限定須揭露非財務資訊之企業範圍，第19a條亦設有豁免揭露義務之規定，符合以下三項情形其中一項之企業可免除提出非財務報告：(一)資訊的揭露會嚴重損害企業之商業狀態，且企業之行政、管理、監察部門成員作出正當意見並符合法律規定時。(二)企業及其子企業之資訊已包含於依第29條及第19a條提出合併管理報告，或其他企業之獨立報告中。(三)當企業對於同一會計年度做出獨立報告，且該獨立報告符合第19a條第4項之規定。而由於第(二)、(三)項之情形，企業已分別於合併管理報告、獨立報告中揭露非財務資訊，因此，僅第(一)項真正免除企業之揭露義務。

⁹⁸ Directive 2013/34/EU, art. 4, 2013 O.J. (L 182) 19, 28.

關於非財務報告之內容，第19a條僅概述非財務報告須包含企業之發展、立場及其行為所造成的影響，至少應包括對環境、社會、員工狀態、人權尊重、反貪腐及賄賂等面向之影響，並指出其實施之政策與成果等。參考2014年95號指令之前言第7點，對於揭露事項細節之描述：「環境方面，應提出企業運作對環境造成之現在及未來可預見之影響，包含健康與安全、再生或非再生能源的使用、溫室氣體排放、水資源之使用及空氣污染等；社會及員工方面，應提出確保性別平等之作法、實施國際勞工組織基本原則、對於工作權之告知與諮詢情形、工會權利、工作之健康與安全、與民眾進行對話之行動等；人權方面，應提出對於人權破壞之預防措施；反貪腐與賄賂方面，應提出處理該問題之方法與工具等。⁹⁹」雖然該前言說明對於揭露資訊內容較為詳細，不過對於企業揭露之要求仍有相當大之彈性，蓋第19a條第1項最後規定企業可遵循國家、歐盟或國際架構，並指出其遵循何者；因此，企業可自行選擇其報告所適用之指導方針。該指令前言第9點亦例示一些可供企業參考之指導方針：生態管理與審計計畫（Eco-Management and Audit Scheme, EMAS）、聯合國全球盟約（United Nations Global Compact）、聯合國商業與人權指導原則（United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights）、經濟合作發展組織多國籍企業指導原則（the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises）、ISO 26000 社會責任指引（the International Organisation for Standardisation's ISO 26000）、全球永續性報告等其他架構¹⁰⁰。

最後，關於非財務報告之審查，第19a條第5項規定，會員國應確保法定審計人員或審計單位審查企業是否已提供第1項所述的非財務報告，或第4項所述的獨立報告，而同條第6項規定會員國可決

99 Directive 2014/95/EU, 2014 O.J. (L 330) 1, 2.

100 *Id.*

定是否由獨立的審查機構來審核第1項非財務報告及第4項獨立報告之資訊¹⁰¹。該規定似乎要求企業提供之非財務報告應經審查；然而，該指令前言第16點前段卻指出，審計人員及審計單位僅須審查非財務報告或獨立報告是否被提出，可能暗示著其不須審查報告之內容¹⁰²。

以上條文規定企業提出非財務資訊報告之義務，根據2014年95號指令，會員國應於2016年12月6日前將該指令內容完成國內立法，並立即通知歐盟執委會¹⁰³。當企業違反會員國依指令訂立之國內法時，2013年34號指令亦規定會員國應制定處罰之規定，並應採取一切必要措施以確保這些處罰得到執行。所規定的處罰應有效、適當並有勸戒效果¹⁰⁴。

(二) 具體性特別揭露

2017年5月，歐盟發布了關於衝突礦石之立法。與前節要求會員制定國內法之指令不同，此項立法係採具直接拘束力之規則（*regulation*）的模式。此項俗稱衝突礦石規則之立法，全名為「為源自受衝突影響與高風險區域之錫、鉭、鎢與前述礦石及金的歐盟進口商建立供應鏈盡職調查義務」規則，揭示了該立法的核心要素：即在以進口商為規範對象，加諸供應鏈盡職調查之要求¹⁰⁵。而對於受規範之礦石來源地之指涉，該規則不採聚焦特定國家之方式，而使用「受衝突影響與高風險區域」之概念，並將之界定為下述四種情形之一者：1.處於武裝衝突狀態的地區；2.脆弱的後衝突

101 *Id.* at 5.

102 *Id.* at 3.

103 Directive 2014/95/EU, art. 4, 2014 O.J. (L 330) 1, 8.

104 Directive 2013/34/EU, art. 51, 2013 O.J. (L 182) 19, 55.

105 Regulation (EU) 2017/821 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 laying down supply chain due diligence obligations for Union importers of tin, tantalum and tungsten, their ores, and gold originating from conflict-affected and high-risk areas [hereinafter Regulation (EU) 2017/821], 2017 O.J. (L 130) 1, 1-20.

地區 (fragile post-conflict areas)；3.管制及安全薄弱或不存在的地區，例如失靈國家 (failed states)；4.廣泛且系統性違反國際法——例如人權侵害——的地區¹⁰⁶。該規則主要依循OECD盡職調查指導方針 (OECD Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains of Minerals from Conflict-Affected and High-Risk Areas，下稱「OECD指導方針」) 來架構其立法，並在進口商遵循之標準上直接以該指導方針設定的標準進行要求。

根據OECD指導方針，盡職調查義務可分為五步驟之框架：1. 建立強大的公司管理系統；2. 識別並評估供應鏈中的風險；3. 設計並實施回應該風險的策略；4. 對於供應鏈之盡職調查進行獨立的第三方審計；5. 對供應鏈的盡職調查作出報告¹⁰⁷。故而，對歐盟規則之內容正可以此框架來理解；以下略述其重點：

1. 建立強大的公司管理系統：進口商應建立其供應鏈政策，並應架構其內部管理系統，藉由將監督供應鏈盡職調查程序之責指派予高階管理階層，以支持供應鏈之盡職調查。同時，其亦應建立申訴機制，作為早期預警之風險探知系統；並維繫供應鏈追溯系統，以提供礦石與金屬在供應鏈中移動時之相關資訊¹⁰⁸。
2. 識別並評估供應鏈中的風險：接著，進口商應以其管理系統提供之資訊為基礎，識別並評估其供應鏈中負面衝擊之風險¹⁰⁹。
3. 設計並實施回應該風險的策略：並對所識別之風險，採取回

106 *Id.* at art. 2 (f).

107 OECD, OECD DUE DILIGENCE GUIDANCE FOR RESPONSIBLE SUPPLY CHAINS OF MINERALS FROM CONFLICT-AFFECTED AND HIGH-RISK AREAS 17-19 (3d ed. 2016).

108 Regulation (EU) 2017/821, art. 4.

109 *Id.* at art. 5, sec. 1 (a).

應策略予以防止或減緩；其中包括採取對供應商施壓的風險管理措施，以及實施監督與追蹤風險減緩措施之成效的風險管理計畫等¹¹⁰。

4. 對於供應鏈之盡職調查進行獨立的第三方審計：進口商須透過獨立第三方來實施審計，而審計之內容應包含：(1)進口商實施供應鏈盡職調查之活動、程序與系統；(2)認定其盡職調查實施是否符合本規則之規定；(3)對如何改進其盡職調查作出建議¹¹¹。
5. 對供應鏈的盡職調查作出報告：進口商應將第三方審計之報告提交給會員國之主管機關；並每年將其供應鏈盡職調查之政策與實施廣泛公開，揭露之資訊應包含其履行本規則義務的步驟，及第三方審計之報告摘要¹¹²。

與美國的衝突礦石揭露法制相較，歐盟的立法具有以下特點：第一，歐盟立法涵蓋之地理範圍較為廣泛，其並不僅適用於特定國家，而採用開放式的界定模式，以「受衝突影響與高風險區域」作為對象，使其立法有潛力因應全球未來之人權問題發展。第二，歐盟立法在管制對象上較為限縮，其並不像美國納入所有上市公司，而主要鎖定於衝突礦石之進口商。第三，針對揭露之資訊，歐盟立法並不要求企業標示其產品是否「不涉衝突」，而將重點放在呈現其是否具備適切之盡職調查系統¹¹³。從立法過程中來追溯，可以看出差異的緣由，有從美國衝突礦石法制中習得的經驗¹¹⁴。

110 *Id.* at art. 5, sec. 1 (b).

111 *Id.* at art. 6, sec. 1.

112 *Id.* at art. 7.

113 Dirk-Jan Koch & Olga Burlyuk, *Bounded Policy Learning? EU Efforts to Anticipate Unintended Consequences in Conflict Minerals Legislation*, 27 J. EUR. PUB. POL'Y 1441, 1446-47 (2020).

114 *Id.* at 1441-59.

三、南非

南非在公司治理與揭露的發展上已有多多年歷史。在1990年之前，由於在種族隔離時期的撤資運動以及貿易制裁，南非經濟幾乎完全孤立。隨著種族隔離結束，為重建投資者的信心並振興經濟，南非致力於建立公司治理的文化，其中包含傳統財務資訊以外的公司資訊揭露¹¹⁵。南非董事協會（Institute of Directors in Southern Africa）創立了一正式的公司治理委員會，即所謂金恩委員會（King Committee），由Mervyn King擔任主席，並於1994年發布第一份南非公司治理金恩報告（King Report on Corporate Governance for South Africa，下稱「King I」）以及附隨之公司行為守則，為南非的公司治理取徑在結構與內容上都奠定了基礎¹¹⁶。

隨著全球經濟變遷與1996年新憲法的制定，金恩委員會重新檢視了King I，於2002年發布第二份金恩報告及修訂之守則（下稱「King II」）¹¹⁷。與King I相比，King II更加重視永續性的概念，肯認從「單一基線」（single bottom line）到「三重基線」（triple bottom line）的轉變；即從僅專注於股東利益最大化的單一基線，轉為考量下列三個層面的公司活動之三重基線：即經濟（包括財務層面以及與公司業務相關的非財務層面）、環境（包括公司生產的產品或服務對環境的影響），與社會（包括價值、道德以及與股東外的利害關係人的互惠關係）¹¹⁸。同時，King II採取了由英國1992

115 Ruth Jebe, *Sustainability Reporting and New Governance: South Africa Marks the Path to Improved Corporate Disclosure*, 23 CARDOZO J. INT'L & COMP. L. 233, 265-66 (2015).

116 *Id.* at 266.

117 *Id.* at 267.

118 INSTITUTE OF DIRECTORS IN SOUTHERN AFRICA, KING REPORT ON CORPORATE GOVERNANCE FOR SOUTH AFRICA 2002 [hereinafter Institute of Directors in Southern Africa, King II] 10-11 (2002), https://cdn.ymaws.com/www.iodsa.co.za/resource/collection/94445006-4F18-4335-B7FB-7F5A8B23FB3F/IODSA_King_II_web_version.pdf.

年吉百利公司治理守則(Cadbury Code on Corporate Governance)發展出來的「遵循或解釋」(comply or explain)原則¹¹⁹，要求於年度報告中表明公司行為準則已被遵循，或於存在未遵循之處時說明理由¹²⁰。

2008年公司法的修訂以及國際上公司治理的趨勢，促使金恩委員會再行集會審視King II，於2009年提出了第三份金恩報告與守則(下稱「King III」)¹²¹，King III的關鍵發展之一，是引進整合性報告的概念；其係指將公司在財務及其永續性上的表現進行全面而整合的呈現，也就是將永續性面向之揭露與財務報告整合在一起¹²²。King III中明確提出「永續性報告與揭露應整合到公司財務報告」的原則¹²³。此一開創性的作法，讓財務資訊與非財務資訊得以一種顯示其彼此關係與相互影響的方式來揭露¹²⁴。此外，King III將King II採取的「遵循或解釋」改稱為「應用或解釋」(apply or explain)原則，其意在強調，重點並非是否遵循，而是去考量守則之相關原則與建議如何應用。董事會得決定以不同方式應用相關建議，或採取其他實踐方式但仍然達成相關原則之目的；解釋原則與建議係如何應用的，或當未應用時解釋其原因，均可符合要求¹²⁵。

119 Jebe, *supra* note 115, at 267.

120 Institute of Directors in Southern Africa, King II, *supra* note 118, at 40-41.

121 *Id.* at 271.

122 Jerry K. C. Koh & Victoria Leong, *The Rise of the Sustainability Reporting Megatrend: A Corporate Governance Perspective*, 18 BUS. L. INT'L 233, 240 (2017).

123 INSTITUTE OF DIRECTORS IN SOUTHERN AFRICA, KING REPORT ON CORPORATE GOVERNANCE FOR SOUTH AFRICA AND KING CODE OF CORPORATE GOVERNANCE 2009 [hereinafter Institute of Directors in Southern Africa, King III] 49 (2009), https://cdn.ymaws.com/www.iodsa.co.za/resource/collection/94445006-4F18-4335-B7FB-7F5A8B23FB3F/King_III_Code_for_Governance_Principles_.pdf.

124 Jebe, *supra* note 115, at 273. See also Natasja Steenkamp, *Top Ten South African Companies' Disclosure of Materiality Determination Process and Material Issues in Integrated Reports*, 19 J. INTELL. CAP. 230, 233-34 (2018).

125 Institute of Directors in Southern Africa, King III, *supra* note 123, at 7.

2016年發布的第四份金恩報告（下稱「King IV」），其基礎原則乃從先前的「應用或解釋」轉變為更加嚴格的「應用並解釋」（apply and explain）。「應用並解釋」原則意味著公司須應用King IV中提出的原則，且應解釋該等原則係如何應用的；其中解釋之要求，讓利害關係人得以自己判斷公司是否遵循相關原則、King IV所期待的結果是否達成¹²⁶。在此同時，King IV將原先的75項原則縮減為17項基本原則，體現由「規則」取向轉為「結果」取向、重視「實質」重於「形式」的理念¹²⁷。

儘管前述金恩報告皆屬自願性的規範¹²⁸，但其實際效力已被約翰尼斯堡證券交易所（Johannesburg Stock Exchange, JSE）所強化。在King II發布之後，約翰尼斯堡證券交易所便要求上市公司必須在其年度報告中描述並解釋他們如何遵守King II中規定的原則，使利害關係人能夠評估公司遵守的程度以及不遵守的原因是否合理¹²⁹。其後金恩守則之實施持續成為上市條件，明確列於約翰尼斯堡證券交易所上市條件的8.63(a)中¹³⁰；這使得金恩守則對於所有於該證券交易所上市之公司來說，已成為強制性的要求。而雖然約翰尼斯堡證券交易所係私有的自律組織之屬性，但南非政府促成約翰

126 Koh & Leong, *supra* note 122, at 241; INSTITUTE OF DIRECTORS IN SOUTHERN AFRICA, KING IV REPORT ON CORPORATE GOVERNANCE FOR SOUTH AFRICA 2016 [hereinafter Institute of Directors in Southern Africa, King IV] 7 (2016), https://cdn.ymaws.com/www.iodsa.co.za/resource/resmgr/king_iv/King_IV_Report/IoDSA_King_IV_Report_-_WebVe.pdf. 南非是第一個採取應用並解釋原則的國家。Virginia Harper Ho & Stephen Kim Park, *ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting*, 41 U. PA. J. INT'L L. 249, 297 (2019).

127 Koh & Leong, *supra* note 122, at 241; Institute of Directors in Southern Africa, King IV, *supra* note 126, at 7.

128 Institute of Directors in Southern Africa, King IV, *supra* note 126, at 35.

129 Institute of Directors in Southern Africa, King III, *supra* note 123, at 6-7.

130 JSE Limited Listings Requirements, para. 8.63(a), <https://www.jse.co.za/sites/default/files/media/documents/2019-04/JSE%20Listings%20Requirements.pdf> (last visited Aug. 11, 2021).

尼斯堡證券交易所透過上市要求規制非財務資訊之揭露，當中的授權是相當明顯的¹³¹。可以說，南非社會揭露法制，係由南非董事協會金恩守則之內容形塑，與約翰尼斯堡證券交易所之執行，透過這二個體現公私協力之元素構築而成¹³²。

綜上所述，南非之社會揭露法制如下所述展現了它的獨特性：第一，在揭露範疇的涵蓋上廣及於經濟、環境與社會諸面向，甚至更進一步地，其所採取的整合性報告概念，要求將傳統財務報告之財務資訊與原置於永續報告之非財務資訊，整合在一起呈現。第二，立基於「應用並解釋」原則，應用相關原則與解釋如何應用，二者皆須具備，不像「遵循或解釋」原則得透過解釋未遵循之理由而脫免遵循之責。第三，在實定法之外，大幅仰賴證券交易所設定之上市條件來加諸社會揭露義務；此一賦予法律效果之途徑，與我國證交所與櫃買中心訂定「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」與「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」等規範，要求三種特定事業編製永續報告書之作法，正可相互比擬。

肆、企業社會揭露法制制度模式的比較分析

從前述我國、美國、歐盟與南非立法例之介紹，可以隱約察覺出，社會揭露法制存在多樣化的設計。本章之目的，即在嘗試對各國不同之管制模式進行類型化，進而就不同類型的管制模式開展比較分析。

131 Harper Ho & Park, *supra* note 126, at 298.

132 *See id.*

過往，學者便有從不同角度對社會揭露進行類型化的觀察¹³³；不同的分類並無絕對的對錯或好壞，而取決於吾人分類的目的。同樣地，如何對不同制度模式進行分析與比較，亦端視所設定的目的為何。故以下對於本章任務之推進，首先將於第一節從本文論點出發，設定後續比較分析的目標。詳言之，對於建構妥適的企業揭露法制，本文欲指出一項尚被忽略而值得重視的觀點：盡可能促成實效，是管制模式選擇上努力的目標；惟在此同時，亦須注意到憲法之約束。基此，實效性與合憲性就分別成為關鍵之考量，而理想的制度設計須能達到二者之兼顧。

接著於第二節，將對於各國管制模式提出切入觀察的三項類型化視角：全面性、具體性與強制性。這三項視角的浮現，一方面來自前文對不同立法例特徵的觀察與挖掘，二方面也緣起於下文「肆、一、(一)」對揭露管制實效性缺陷所為回應策略的啟示；而尤其重要的是，此三項視角所開展出來的類型化，在實效性與合憲性分析上格外具有意義，成為有價值的切入路徑。因而接下來在第三節，任務便進入到評估不同管制模式在達成前所設定目標——實效性與合憲性——上的優劣勢。詳言之，在全面性、具體性與強制性光譜上不同位置的不同組合，在實效性與合憲性上將有不同評價；而本節之任務，便在對於前述三項視角所開展出的制度模式類型組合，從實效性與合憲性的觀點，進行優劣勢的比較與評估。而以這些分析所得之洞察為基礎，最後於第四節，將為我國未來法制改革方向，提供管制模式選擇運用的建議。

133 例如依所揭露資訊為公司是否遵循法規，與公司是否涉及合法但有爭議性之活動來分類 (Williams, *supra* note 25, at 1274-75)；依所揭露資訊為有關何種類別之事項來分類 (Roberta S. Karmel, *Disclosure Reform — The SEC Is Riding off in Two Directions at Once*, 71 BUS. LAW. 781, 790-816 (2016))；依照強制揭露與自願揭露來分類 (Harper Ho, *supra* note 17, at 323-27; Jebe, *supra* note 115, at 249-58) 等。

一、目標設定：實效性與合憲性的考量與兼顧

(一) 實效性的追求

管制係在尋求達成所欲的結果；在建構企業社會揭露法制時，盡可能促成其建置目的之達成——也就是實效性——自然是首要目標。一項特定管制之實效高低，在定義上也就是看此項管制在達成其管制目的之成效。企業社會揭露法制之目的，如前已呈現的包含二個面向：一是提供資訊予投資人，以滿足投資人將非財務風險納入投資考量的需求；二是提供資訊予公眾，藉由公民社會與股東等的反應與對公司的壓力，進而促進各種公共利益之追求¹³⁴。因此企業社會揭露法制之實效性，也就是由該等目的達成之成效來界定。企業社會揭露法制是一種揭露管制，和其他揭露管制一樣，理論基礎係建立在藉由將資訊提供給預期之資訊接受者，讓他們在更多資訊下，做成有助於達成所欲管制目的之行為決定¹³⁵。這從前述對於企業社會揭露法制目的之觀察，也可看出；蓋不論是為滿足投資人需求或促成其他各種公共利益，都是藉由提供資訊給資訊接受者——投資人或公眾——並仰賴他們在獲得資訊後之反應行動來達成。因此，如何設計相關法制，以促成管制成效的提高，即有待從揭露管制仰賴資訊接受者之偏好與決定的此一本質，來加以探索分析¹³⁶。更明白地說，揭露管制既仰賴資訊接受者之行為決定，為盡可能擴大實效性，制度設計者必須思考資訊的提供與接收可能發生何等缺陷？其成因為何？而既有管制理論已對此有所探索。

揭露管制實效性之缺陷及其成因有多端，就本文之脈絡與所關切之制度模式觀之，有以下幾點。第一，資訊不完全：來源者提供

134 關於企業社會揭露法制之功能，可參照前揭註17-24之附隨本文。

135 BRONWEN MORGAN & KAREN YEUNG, AN INTRODUCTION TO LAW AND REGULATION 96 (2007).

136 See ROBERT BALDWIN & MARTIN CAVE, UNDERSTANDING REGULATION: THEORY, STRATEGY, AND PRACTICE 49 (1999).

之資訊或接受者取得之資訊可能不完全，而接受者在不完全資訊下可能作成錯誤的判斷，亦可能僅能就所獲得的資訊採取回應而侷限了管制的效果¹³⁷。第二，資訊不正確：來源者提供之資訊可能不正確或做出無法正當化之宣稱，誤導了接受者的行為決定，或使接受者無法信賴所提供的資訊，衍生出自行確證該等資訊的需求及成本。第三，資訊欠缺標準：來源者在無標準下提供的資訊可能對接受者沒有意義，無法為其所用；從接受者理解、納入行為決定之角度出發為資訊設定表達之標準，有助於增進接受者利用資訊而達成管制目的¹³⁸。

基於上述理解，某一特定企業社會揭露法制，在促成其功能之達成上具有何等之實效性，須視其對上述資訊不完全、不正確與無標準等問題，在設計上做出如何之回應而定。具體而言，例如，第一，藉由在揭露範圍上更全面、廣泛的要求來某程度地回應資訊不完全之擔憂；第二，採取高度強制性之規範形式來消弭資訊不正確之機會；以及第三，透過較具體、明確化之揭露指示來解決資訊欠缺標準的問題。這也就意味著，某一特定企業社會揭露法制，在揭露範圍、強制程度、指示的具體明確等面向上，落在光譜的何處，對於資訊不完全、不正確與無標準等問題將有不同的回應，因而在實效性上產生不同的評價。由此，便導引出後文「肆、二」對社會揭露法制類型化分析的三個視角，也就是揭露要求的全面性、強制性與具體性。

137 *Id.*

138 *Id.* at 50. 此處所提及之欠缺標準的缺陷，相對抽象，茲以學者所舉之例，進一步說明。例如某一法律要求，公司應揭露有助於理解其在有關受僱人之發展、表現或立場之資訊，但未對所需資訊提供進一步指引，則公司可以輕易地提供一般、籠統的答案來搪塞。又如某一法律要求公司應揭露其在社群連結方面的資訊，在欠缺進一步標準的情況下，公司可能將其依法繳稅亦列入對社群的貢獻，而此等揭露資訊對投資人或社會大眾並不具意義，也不符合該揭露規範的精神。Barnali Choudhury, *Social Disclosure*, 13 BERKELEY BUS. L.J. 183, 213-14 (2016).

(二) 合憲性的挑戰

在追求實效性之同時，企業社會揭露法制的合憲性界線為何亦屬極重要之關懷面向，蓋此一課題密切關涉管制政策能否以及如何採取。雖然與其他許多管制方法相較，揭露管制是干預性較小的選擇¹³⁹，但仍對多項憲法權利產生衝擊。而且，企業社會揭露法制所遭受的許多批評，事實上也可以從合憲性的視角來理解。例如批評者主張社會揭露無界限地將許多與公司營利無直接關係的事項納入，讓公司必須面對非必要的壓力，干擾其財務利益的最大化，造成市場扭曲而傷害股東，且備置報告遵循揭露要求也增加公司的成本等¹⁴⁰。光是遵循揭露要求之成本，以美國衝突礦石揭露規定為例，預估便達初始的30至40億及後續每年的2億700萬至6億900萬之譜¹⁴¹。揭露要求之範圍愈大、事項愈繁、約束愈強，企業的遵循成本也會隨之升高。而立法帶來的上述這些衝擊與成本，實際上便是對公司的財產權、營業自由與言論自由等憲法權利的限制。由於財產權與營業自由之限制原則上僅連結較低密度之審查，因此，合憲性之主要戰場便落在受到較高保障的言論自由上；不僅在美國如此，在我國情形從有關於品標示之司法院釋字第577號解釋，亦可看出¹⁴²。而若聚焦於言論自由，由於我國言論自由釋憲實務——包

139 ANTHONY I. OGUS, REGULATION: LEGAL FORM AND ECONOMIC THEORY 121 (2004).

140 See, e.g., Choudhury, *supra* note 138, at 210-13.

141 National Association of Manufacturers v. SEC, 800 F.3d 518, 525 (D.C. Cir. 2015).

142 本號解釋分別從對言論自由與財產權之限制進行了審查。就財產權部分，大法官僅簡短論述，即以「所受限制尚屬輕微，未逾越社會義務所應忍受之範圍，與憲法保障人民財產權之規定，並無違背」作結。針對言論自由，則雖同樣達致合憲結論，但長篇論述所涉目的以及手段和目的間的關聯，方以「其目的係為維護國民健康及提供消費者必要商業資訊等重大之公共利益，其手段與目的間之實質關聯，符合法治國家比例原則之要求，並未逾越維護公共利益所必要之程度」作結；從使用語彙可以看出，係以中度審查標準為依據。關於本號解釋及其他商業性言論有關之大法官解釋的分析，可參見陳仲嶙，商業性言論憲法解釋十年回顧與評析，中原財經法學，27期，頁101-150(2011年)。

含針對商業性言論之範疇——相當程度受到美國之影響，故而美國憲法訴訟的下面實際案例，對我國未來發展或有相當的啟示性。

美國特區巡迴上訴法院已二次宣告，要求證券發行人向SEC報告並於其網站上表示其產品並非「不涉DRC衝突」之法律與行政命令規定違憲，顯示企業社會揭露法制已遭遇嚴肅的合憲性挑戰。進一步檢視法院的論理，當中很重要之爭點在於審查標準的選擇——應適用較寬鬆的*Zauderer*標準或相對嚴格的*Central Hudson*標準？此審查標準寬嚴之爭背後涉及的是，強制揭露要求運用在廣告之脈絡與否，是否應在司法審查上受區別對待？被要求強制揭露的內容，係「純粹事實而無爭議」與否，又是否應觸動不同的審查密度？而系爭規定所要求揭露者，是否落入純粹事實而無爭議的範圍內？不論採取何種審查標準，同樣都要面對目的與手段層次的考驗。系爭規定——或其他社會揭露要求——所追求的公益，可被評價為何等重要政府利益？採取系爭規定之手段，與所欲追求目的之達成切合程度如何？是否如法院意見所指稱者，對於可以減少剛果的人權危機，純係未經證實的臆測？

特區巡迴上訴法院針對本案於2014年的首次判決中，認為合理審查之*Zauderer*標準僅適用於追求防免消費者受欺騙之政府利益的情境，而本案並不屬於此種情形¹⁴³。即使要求揭露者為事實，亦無法讓該要求免於憲法第一增補條文的檢驗，何況「不涉衝突」之標籤恐難被認定為純屬事實而無意識形態之資訊¹⁴⁴。關於應適用的審查標準，法院認為它無須在*Central Hudson*標準與嚴格審查標準間作選擇；因為即便是前者，系爭規定亦無法通過。法院指出，依據*Central Hudson*標準，若政府無法提出證據證明侵害較小的手段不

143 National Association of Manufacturers v. SEC, 748 F.3d 359, 370-71 (D.C. Cir. 2014).

144 *Id.* at 371.

能達成目的，即無法通過手段層次的檢驗。而在本案中，全國製造商協會提出了其他方案——包括以自己的語彙描述其產品、政府根據公司呈報的資訊公告與剛果戰爭有關聯的產品清單——但證券交易委員會未能解釋這些替代方案為何較不具有效性。基此，法院判定系爭規定違憲¹⁴⁵。

其後，判決中關於*Zauderer*標準的解讀，在同年稍後的另一判決*American Meat Institute v. U.S. Department of Agriculture*¹⁴⁶中發生改變，因此特區巡迴上訴法院再開聽證，於2015年作成第二次判決，仍認定系爭規定違憲。此第二次判決中法院指出，雖然*Zauderer*標準之適用，不限於追求防免消費者受欺騙之政府利益的情境，但是該標準的另一項前提於本案仍不具備。根據法院的解讀，當案件不涉及自願性商業廣告時，最高法院向來便拒絕適用*Zauderer*標準。而因為本案之強制揭露並不連結廣告或任何銷售時之揭露，*Zauderer*標準並不適用¹⁴⁷。接著法院重申前次判決見解，表示其無須在*Central Hudson*標準與嚴格審查標準間作選擇，因為即便是前者，系爭規定亦無法通過。但它進一步補充了二項論述強化其違憲認定。第一，系爭措施是否能有效達成證券交易委員會所描述之政府利益，也就是改善剛果共和國之人權危機？法院認為完全未經證明而建立在純粹的臆測上，而在商業性言論的案件，政府不得以「臆測與猜想」為依據¹⁴⁸。其次，關於是否系爭強制揭露為「純粹事實且無爭議」，法院認為一項產品是否「不涉衝突」很難說是事實且無意識形態的。如果法院容許這樣的強制揭露，政府藉由強迫

145 *Id.* at 372-73.

146 *American Meat Institute v. U.S. Department of Agriculture*, 760 F.3d 18 (D.C. Cir. 2014).

147 *National Association of Manufacturers v. SEC*, 800 F.3d 518, 522-24 (D.C. Cir. 2015).

148 *Id.* at 524-27.

公司使用政府偏好的語言來扭曲公共辯論的能力，將無止盡¹⁴⁹。

值得附帶一提的是，前開判決出爐後，在美國學界不乏批判質疑之聲音。舉例來說，哈佛大學憲法學者Cass Sunstein即批評，此一判決，可說是讓憲法第一增補條文化身為企業排除管制——甚至只是溫和管制——之全方位防護罩的一個代表性例子¹⁵⁰。丹佛大學教授Michael R. Siebecker亦透過本案與其他三個企業攻擊證券交易法制規定違反言論自由的案例，指出企業得以藉助憲法第一增補條文排除強制揭露與報告等證券交易法制中的脊梁，如此將使投資人對公司有關資訊喪失信任，進而使資本市場的健全性遭受威脅；其並主張證券交易法制中的強制揭露與報告體系，應該從憲法第一增補條文的打擊範圍中被區隔出來¹⁵¹。雖尚未深入探索，但本文初步亦認為，本案法院的審查有過度嚴苛之憾。其對較寬鬆的Zauderer標準之適用，設有不必要的前提限制；另外，對於Zauderer標準及Central Hudson標準之操作，均有過於嚴格的傾向。不過，上述評論絕非認為企業社會揭露法制應該免於憲法拘束，畢竟，該等法制所帶來的干預與成本也確實應該受到重視。

綜上，企業社會揭露法制限制了公司的不表意自由，明確升起合憲性的疑慮。而在美國發生的憲法訴訟案例也印證，企業已意識到、也有能力採取法律途徑主張其權利。因此，企業社會揭露法制之建置，必須將憲法拘束納入考量。

149 *Id.* at 527-30.

150 Cass Sunstein, *The 1st Amendment Has Become a Corporate Shield*, BLOOMBERG NEWS (Apr. 8, 2015), https://www.daily-journal.com/opinion/editorials/the-1st-amendment-has-become-a-corporate-shield/article_822a49fa-8cb5-515f-bf0b-48fa1e4adb95.html; Cass Sunstein, *How to Fight Conflict Minerals? Mandatory Disclosure*, BLOOMBERG VIEW (Oct. 26, 2015), <http://www.bloombergview.com/articles/2015-10-26/how-to-fight-blood-diamonds-mandatory-disclosure->.

151 Michael R. Siebecker, *Securities Regulation, Social Responsibility, and a New Institutional First Amendment*, 29 J. L. & POL. 535, 541-55 (2013-2014).

(三) 小結

本文主張，盡可能促成實效乃是制度選擇可欲的目標；惟在此同時，並須注意到合憲性的挑戰。亦即，在設計企業社會揭露法制之具體樣貌時，如何促成最高的目的達成成效固然是核心考量，惟追求成效所伴隨而來對憲法權利的侵害，也須面對是否違憲的評價。雖然除了憲法的約束之外，尚存在其他考量——例如政策層面的利益衡量、成本效益分析等——也構成對實效性追求的拘束，但合憲性所構築出的，是確然不可逾越的界限，而非均屬可接受範圍內的妥當性判斷；同時，合憲性的考量在國內尚未受到關注，其重要性值得特予突顯，且其法律分析之本質，也正是法學論述得以有所貢獻之處。另一方面也值得附帶澄清的是，除了致力追求實效性導致的違憲風險外，無效但影響人民權利的管制，也一樣產生違憲的疑慮。只是，本文提出之主張所著重的是，在追求實效性下對管制模式的特定採擇，於合憲性上所面臨的挑戰，而無效管制的違憲問題，自不會是本文碰觸的焦點。回到本文觀點，於致力強化實效的同時，應顧及憲法劃下的界限，因此以下開展之討論，將讓社會揭露法制之設計議題聚焦在實效性與合憲性二者間的兼顧上。

而既有或潛在之不同法制，在實效性與合憲性上之優劣如何，有待比較分析。就此目的而言，從全面性、具體性與強制性這三個層面進行類型化觀察，將可提供切合的視角。基此，以下第二節將先提出全面性、具體性與強制性的類型化構造，再於第三節以實效性與合憲性為目標開展制度優劣的比較分析，進而為第四節對我國法制之建議提供論述的基礎。

二、制度模式的類型化

基於本文之目的，以及對前文「參」中呈現之不同立法例所開展之特徵觀察與挖掘，與前文「肆、一、(一)」中對揭露管制實效性缺陷之回應策略探索，全面性、具體性與強制性這三項對社會揭

露管制模式的切入視角，於焉浮現。本文將全面性、具體性與強制性稱為視角或面向，係在表達於分析各國立法例採取的是如何之管制模式時，可以從什麼角度來切入觀察、進行類型化。從全面性切入，可以將社會揭露的管制模式區分為涵蓋廣泛與涵蓋特定之類型；從具體性切入，可以大別為對揭露要求概括描述與對揭露要求具體規定之類型；從強制性切入，則可以粗分為高強制性、弱強制性、無強制性等類型。而這些概略的類型區分，在實際的法制當中其實有許多不同的設計。為更清楚呈現，以下三節將分別就全面性、具體性與強制性光譜下多樣類型的可能樣貌，以具體的立法例來做說明。

（一）全面性

本文所謂全面性，係指揭露要求涵蓋範圍的廣狹。

在光譜的一端，是廣泛要求與社會、環境、勞工、人權等各面向資訊有關之揭露。以前述所觀察之立法例來說，歐盟2014年95號指令及我國「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」、「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」等規範，均屬此種例子。歐盟指令對於特定大型企業要求提出非財務報告，呈現企業之發展、立場與行為對環境、社會、員工狀態、人權尊重、反貪腐及賄賂等面向的影響。我國則針對三種類型特定事業，要求以GRI準則為依據編製永續報告書，揭露涵蓋經濟、環境及社會等範疇中重大主題之有關事項。另外，像是南非採取整合性報告模式，將傳統財務報告中之財務資訊與原要求於永續報告之非財務資訊整合在一起；而就社會揭露的範疇言，亦廣泛及於環境、社會與治理等諸面向。又如英國之立法，要求上市公司之策略報告內容須包含公司商業行為與發展、環境議題、公司員工、社會與社區、人權議題等之資訊¹⁵²，

152 See Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations 2013, § 414C (7) (Eng.).

亦屬涵蓋範圍廣泛之例。

光譜的另一端，則是僅針對特定事項，例如針對使用衝突礦石或賄賂外國政府，要求揭露。在前述所觀察之立法例中，美國金融改革法第1502條以及歐盟2017年衝突礦石規則等針對衝突礦石之揭露法制，都是最醒目的例子。美國金融改革法第1504條，針對為天然資源商業開發而給予外國政府之金錢支付的揭露要求，以及美國伊朗威脅降低與敘利亞人權法中，針對協助移轉或提供可能被伊朗政府用於嚴重人權侵害之貨品、技術或服務等資訊的揭露要求，亦為此種揭露模式之適例。

(二) 具體性

此處所謂具體性，係指對揭露事項與要求之指涉的具體程度。

在光譜的一端，是對揭露事項與要求僅作概括描述，而容留實行上相當之彈性者。例如歐盟2014年95號指令，僅表示非財務報告須包含企業之發展、立場及其行為，對環境、社會、員工狀態、人權尊重、反貪腐及賄賂等面向所造成的影響，並指出其實施之政策與成果等，要求具相當程度之抽象性；同時，企業可自行選擇遵循國家、歐盟或國際架構，並未要求必須採行特定之指導方針。整體而言，容留相當多的遵循選擇空間。我國前文「貳、一」金管會之規範、以及「貳、二」證交所與櫃買中心所制定的其他公開發行公司之規範（惟不含三種須編製永續報告書之特定事業的作業辦法），亦屬此種類型。

光譜的另一端，則是對揭露事項與要求加諸高度具體之規定。例如美國金融改革法所建立之衝突礦石揭露相關規範，構築出包含要求「合理程度的礦產原產地查詢」、來源及產銷監管鏈「盡職調查」、申報、認證、公布等之詳密而明確之步驟規範。歐盟2017年衝突礦石規則，亦同樣建立細緻化的遵循架構，其依照OECD盡職

調查指導方針加諸五步驟之框架：1.建立強大的公司管理系統、2.識別並評估供應鏈中的風險、3.設計並實施回應該風險的策略、4.對於供應鏈之盡職調查進行獨立的第三方審計、5.對供應鏈的盡職調查作出報告等。

另如我國針對三種特定受規範事業之永續報告書的法制，雖可理解為介於二端間之中間型態，但偏向高度具體。雖然從法規中看來，揭露事項與要求欠缺具體內容，甚至連概括的項目描述亦無，但實際上因連結全球永續性報告協會之準則，且「僅能遵循該標準」，使其內容轉變為某程度較高度具體。

（三）強制性

此處所謂強制性，係指達成目的之管制效果的強制程度。

在光譜的一端，是透過軟法指引公司進行揭露，而即便公司未遵循指引亦無任何強制性的法律效果。至於是否具有事實上之影響力，例如基於同業遵循軟法而產生之市場壓力、管制機關給予之關愛眼神等因素，而對企業之行為抉擇產生事實上之影響，則非所問。許多未立法的國家在處理企業社會責任及社會揭露議題時，採取的多半是此種作法。即便在存有社會揭露法制的美國，由於規範的有限性，大部分的環境、社會與公司治理相關資訊也是從自願性揭露的報告而來，而非從公司的年度財務報告；各企業可以自由選擇自己所要遵從的標準或指標，例如可以遵循由全球永續性報告協會所發行的標準，或是氣候揭露計畫（Climate Disclosure Project）所發行的環境報告標準等¹⁵³。另外，電子業企業公民聯盟（Electronic Industry Citizenship Coalition, EICC）在其行為準則（code of conduct）中，要求會員遵守「負責任的礦石採購」原則，

¹⁵³ Harper Ho, *supra* note 17, at 326.

透過揭露以避免使用來源有爭議的衝突礦石¹⁵⁴；此亦屬國際市場面之軟法或商業倫理規範的適例¹⁵⁵。在我國，如前文「貳、三」所提及，「上市上櫃公司永續發展實務守則」本身亦屬軟法規範。惟在金管會之年報準則加入「與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形及原因」之填列要求後，該守則至少部分規定已透過年報準則發生拘束力，而不再能完全僅以軟法屬性視之。

光譜的另外一端，則是社會揭露納入或比照證券交易體系中財務資訊揭露之管制模式，藉由第三方審計加以制衡，並對提供不實資訊加諸法律制裁。在此模式下，揭露法制具備高度之強制性。美國金融改革法之衝突礦石揭露法制與歐盟2017年衝突礦石規則接近於此種模式。以美國衝突礦石揭露法制來說，揭露報告須經符合政府審計標準之獨立審計，且受1934年證券交易法第18條之拘束，也就意味著股東得以所提供資訊不實或誤導為由對公司提起訴訟¹⁵⁶。

介於二端之中間型態，則具有多樣的可能性。例如，採取「遵循或解釋」模式者，也就是受規範者可以選擇遵循揭露要求或選擇解釋未遵循的理由。此種管制模式既具強制性，卻也非完全強制。其強制性顯現在企業必須自遵循法規或是進行解釋兩種選擇中做出抉擇，不得既不遵循卻又不加解釋；其非強制性則顯現在除了遵循法規以外，還有「解釋不遵循之理由」此種逃脫遵循之選擇存在。因此，此種管制模式不但能維持揭露資訊的一致性，而且又保有一

154 縱使該聯盟於2017年10月更名為責任企業聯盟 (the Responsible Business Alliance, RBA)，「負責任的礦石採購」原則亦包含於相關行為準則之中。*The RBA Code of Conduct Is a Set of Social, Environmental and Ethical Industry Standards*, RBA, <http://www.responsiblebusiness.org/code-of-conduct/> (last visited Nov. 3, 2020).

155 Tsai & Wu, *supra* note 5, at 252-54.

156 Allison M. Blake, *SEC Cannot Cleanse the Electronics Industry Alone: "Blood Minerals" Mandatory Disclosure Legislation Effective Only If Applied across the Board*, 39 J. CORP. L. 395, 405-06 (2014).

定之彈性¹⁵⁷。英國之立法即為此種型態之一例¹⁵⁸。南非早先亦屬此種模式，但在King IV報告之後改採「應用並解釋」模式，提高了強制性。「應用並解釋」原則意味著公司應該遵守King IV中提出的原則，並應解釋其「如何遵守」，就使受規範者喪失了迴避遵循的空間。在我國，如前所述，「上市上櫃公司永續發展實務守則」現今與年報準則第10條第4款及公開說明書準則第32條之下述規定相互配合：公司應就公司治理運作情形記載「推動永續發展執行情形及與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形及原因」。在此規範構造下，企業具有揭露推動永續發展執行情形之義務，且以「上市上櫃公司永續發展實務守則」規定為準據；若未遵守該守則規定則須提供解釋。由於受規範者可選擇遵循揭露要求，或透過解釋情形與原因而不完全遵循揭露要求，我國此一規範構造顯然亦屬「遵循或解釋」模式之適例¹⁵⁹。

另如從所選擇的規範途徑來切入觀察，採取透過證券交易所加以拘束，而非由國家直接介入的途徑，具有偏向自律而非由法律賦予強制效果的外觀；在強制性評價上仍與納入或比照證券交易體系中財務資訊揭露之法制者有異，亦可理解為一種中間型態。例如南非即採此種管制模式。我國針對三種特定事業部分亦屬之。不過，雖與由法律直接賦予強制效果不同，但從對受規範者的角度來看，仍然受到高度之約制。在我國針對三種特定事業的情形，如前曾提及的，違反相關規定的效果為被處以違約金，甚至在最嚴重之情形其上市有價證券可遭變更原有交易方法或停止買賣，威脅性顯著。雖然有論者以為上市公司與證交所間上市契約衍生之法律效果主要為私法性質，訟爭應循民事紛爭解決途徑解決¹⁶⁰；然而，將法律關

157 Harper Ho, *supra* note 17, at 329-30.

158 See Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations 2013, § 414C (7) (Eng.).

159 蔡昌憲（註5），頁145-146。

160 蔡昌憲（計畫主持人）、林仁光、江耀國、邱馨萱、陳文心、廖沿臻，強化我

係或效果認定為私法性質並不當然使其喪失強制性之特質。詳言之，針對三種特定事業之揭露要求不能單純以契約自由之行使來理解，因該揭露要求乃明文被寫入「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」、「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」等規範中，而其來源乃金管會正式宣示推動之政策，證交所及櫃買中心配合制定相關規定加以落實¹⁶¹。因此，該揭露要求應被理解為國家行

國上市公司內部人股權資訊揭露法規與實務之探討，委託研究計畫期末報告，頁58-62（2016年）（「參考監察院2012年第101000156號調查報告……證券交易法於2012年1月之修正，『已將上市契約之紛爭完全劃歸私權爭議』。進一步討論，證交所對於申請上市公司之申請有實質審查之權並得為准駁之決定，是否為證交所受金管會之託，對證券商或上市公司行使公權力，而應依行政程序法第2條第3項所定，將其解為『於委託範圍內，視為行政機關』？如遭證交所否准，上市申請公司之救濟管道究竟為訴願或民事訴訟？對於此一問題，2012年1月證券交易法之修正，應該是重要的分水嶺。易言之，在2012年證券交易法修正之前，各（級）法院見解不一致，有的法院認為是行政處分，也有的法院認為是民事關係。2012年證券交易法修正之後，證交所做成之准駁決定，不再需要經過主管機關的『核准』（修改為「備查」）。主管機關之公權力介入已經淡化，只剩下『資訊備查』，故今日證交所對於上市公司之申請為准或駁之決定，應屬民事關係，而非行政處分。……併同觀察其修法理由，可以明確瞭解，2012年修法之後將上市契約之紛爭完全劃歸私權爭議，過去由主管機關公權力『核准』之角色，已在新法中褪去。從而，之前最高行政法院93年度判字第510號判決所揭示的公法關係、應提起行政爭訟程序之見解，在此部分應不能再有所援用。修法之後，證交所對於上市公司之申請為准或駁之決定，應為民事法律關係，而非屬行政處分。有關上市契約紛爭之訟爭，應循民事仲裁或民事訴訟方式解決之。」）。

¹⁶¹ 參見前文「貳、二、(二)」、「貳、三」。茲值得補充說明的是，國家對證交所與櫃買中心具實質掌控，證交所與櫃買中心應被理解為國家整體管制架構下承擔管制任務之一單元。證交所與櫃買中心係純粹私法人或因受委託行使公權力而成為實質意義之行政機關，向有爭議，學說與實務均存在分歧見解。相關見解之整理分析，可參照趙相文，行業自治作為我國行政任務民營化之方法——以證券市場自律機制為例，國立臺灣大學法律學研究所博士論文，頁147-168（2005年）；文大中，臺灣證券交易所之法律地位——以行政法觀點檢討其與發行公司或證券商之法律關係，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁45-72、101-104（2016年）。本文認為，無論是否將其理解為受委託行使公權力，因國家對之具有實質掌控，證交所與櫃買中心實質上很難不被當作實現政策目標之工具。以證交所來說，依證交法第126條第2項，「公司制證券交易所之董事、監察人至少應有三分之一，由主管機關指派非股東之有關專家任之」，因而在目前董事中即有5席、常駐監察人1席為主管機關指派；同時，董事長乃臺灣銀行股份有限公司，董事中有臺灣土地銀行股份有限公

為，雖以私法形式從事（私經濟行政），仍不能僅以純粹私人間之私法自治來脫免強制性的認知。在公司實質上別無選擇的脈絡下，國家透過違約金與停止買賣等具法律上效力之私法行為來達成拘束企業行為之目的，仍應被歸類為帶有強制性的作法。

再如在歐盟2014年95號指令下，雖然揭露要求具有強制性，未依規範揭露將構成違法；但是如前所述，會員國可以選擇是否由獨立的審查機構來審核相關資訊，且審計人員或單位似亦未被要求必須核實報告內容。因為這些彈性空間，各該會員國的立法亦可能在審計或不實處罰等面向，採取相較納入或比照證券交易揭露法制者相對弱化之規定，而落入中間型態之範圍。

三、制度模式的比較分析及其洞察

（一）實效性

以追求發揮最大的制度功效為目標，理論上應往全面、具體、強制的一端努力。首先，在打擊面上的擴大——也就是不僅針對如衝突礦石此類個別議題，而廣泛地將要求揭露的範疇及於與環境、社會、勞工、人權、政治等多元面向有關的眾多議題，也就讓制度功效的面擴大，促成更大的整體效果。或有質疑，在涵蓋範圍上的廣泛，是否可能造成揭露超載（disclosure overload），反而對制度

司、台灣中油股份有限公司、兆豐國際商業銀行股份有限公司，監察人中有華南商業銀行股份有限公司等，屬官股銀行或國營事業。二者合計，遠超過半數董事與監察人席位。臺灣證券交易所，董監事名錄，<https://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/board.html>（最後瀏覽日：2020年11月18日）。另外，從證交法第93、95、99、102、126、138、158、161、163、164、165等條文，以及金管會在相關條文授權下訂定的證券交易所管理規則觀之，從設立、業務、財務、組織、人事到實際運作等面向，證交所都受到金管會之高密度監管；再加上證券商參與似未受證交法重視，使得證交所不具備私部門自治之特徵；整體觀察，證交所應被理解為承擔管制任務之管制單元。參照趙崇聖（註58），頁148；文大中（註161），頁94-100。並參照趙相文（註161），頁161-163。

功效造成減損？揭露超載確實有可能讓資訊接收者淹沒其中，而無助於其作成決定。不過，揭露超載的問題來自於要求揭露過多不重要的資訊，因而遮蔽、模糊了真正重要的資訊¹⁶²。而此處之全面性，係針對揭露範疇僅及於個別議題或廣泛涵蓋多元面向所作的觀察，與揭露超載否與並不必然有正相關。範疇侷限但要求繁雜瑣碎的資訊提供，可能造成揭露超載；相反地，涵蓋廣泛但所要求之資訊受限，卻不會造成揭露超載，甚至還可能揭露不足。例如前文所述之美國的抽象性一般揭露，在聯邦最高法院「重要內容」見解及SEC之規範的發展下，已經及於許多環境、社會與治理的面向，許多企業也自願性地採取了涵蓋範圍全面的揭露報告作法；但實證研究顯示，對投資人而言，大型企業所主張的揭露超載問題並不存在，相反地，擔憂反而在於重要的環境、社會與治理風險仍然揭露不足¹⁶³。

其次，提供較具體的要求，便減少了受規範者規避拘束的空間，也因此可期待較高的制度功效。相對地，欠缺具體性的揭露要求，受規範者可藉由自行選擇的呈現內容與方式，來一方面提供符合揭露要求的表象，另一方面卻隱藏對制度目的來說重要之資訊，使得制度實效性受到減損。甚至，在某些情形恐反而提供具誤導性之信號。例如採取GRI報告並不必然表示該家公司在環境保護上更有效率，但卻會使一般大眾對該公司產生此種印象¹⁶⁴。

第三，具備較高的強制效果，促使受規範者遵守，無庸贅言將有助於更有效達成制度目標。相對地，在軟性之規範下，受規範者

162 See Virginia Harper Ho, *Disclosure Overload? Lessons for Risk Disclosure & ESG Reporting Reform from the Regulation S-K Concept Release*, 65 VILL. L. REV. 67, 70 (2020); *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448-49 (1976); *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 (1988).

163 Harper Ho, *supra* note 162, at 74, 131-32.

164 Sulkowski & White, *supra* note 1, at 512-14. See also Choudhury, *supra* note 138, at 213-14.

可自行選擇遵循與否，自然大幅降低制度落實的可期待性。中間型態像是「遵循或解釋」管制模式，亦產生企業草率或敷衍地做出解釋之隱憂，而這種管制模式又未對解釋不足提供相對應的懲罰規定，故而企業便能輕易地不遵守準則；而敷衍的解釋對於投資人來說，就像市場導向模式一樣，雖然有充足的資訊，惟品質卻可議¹⁶⁵。

值得澄清的是，全面性、具體性與強制性與否及程度，並不是關涉實效性的僅有因素。許多——可能難以窮舉的——其他因素也對社會揭露法制產生多少實際效用有所影響。例如，揭露之事項與方式若未能妥善設定，使呈現之資訊難以受到大眾理解；或加諸瑣碎資訊之揭露要求，對於重要事項反而忽略；或涵蓋過多資訊，造成市場資訊超載，無法為資訊接收者所消化等，都對社會揭露的效果產生衝擊。不過，全面探討影響實效性的因素並非本文目的，亦非本文所能承載。本文著重之處，係在以宏觀視角觀察既有主要法制後，所挖掘出的全面性、具體性與強制性上之制度模式類型，並開展制度模式之比較分析。在聚焦前開三項制度要素的同時，並無意表示實效性的理論探索已被窮盡，謹此敘明。

綜上，如果不管其他因素，建立強制、全面、具體的揭露規範立法應是立法者或管制機關努力的目標。然而，憲法的拘束為此一努力方向設下限制；而如前已例示者，美國衝突礦石憲法訴訟的出現已具象地彰顯了此一限制的重要性與現實性。在此背景下，下節從合憲性之角度進行制度模式的比較分析，即屬必要。

（二）合憲性

1. 審查架構概述

我國言論自由的違憲審查，受美國影響，得以雙軌、雙階理論

¹⁶⁵ Harper Ho, *supra* note 17, at 331.

共同構築之架構來切入理解。首先，依規制是否針對言論內容，區分為「針對言論內容之規制」與「非針對言論內容之規制」，而異其審查標準¹⁶⁶。其次，前一步驟分析結果若屬「針對言論內容之規制」，則進一步依所涉言論類型，分別適用不同審查標準。如司法院釋字第414、623、794等號解釋所述，「言論自由……包括政治、學術、宗教及商業言論等，並依其性質而有不同之保護範疇及限制之準則」。具體言之，原則上政治性言論觸發嚴格審查，相對地在商業性言論、猥褻性言論等類型，則分別連結至較低密度之審查標準¹⁶⁷。其中，與本文最具關聯者當屬商業性言論，故下段將針對我國大法官解釋在商業性言論之違憲審查上的發展，做進一步闡述。此外，如屬事前審查之管制，基本上採取原則違憲——比嚴格審查標準更加嚴格——的標準；惟在例外情形，亦可能下降為較不嚴格——例如中度——之審查標準¹⁶⁸。

從司法院釋字第414號解釋起始，我國釋憲實務便在肯認商業性言論受憲法保護的同時，將商業性言論與一般言論區分開來，表示其「尚不能與其他言論自由之保障等量齊觀」。此一立場雖在部分後續解釋中未被特別強調，但整體而言——尤其從最晚近的司法院釋字第794號解釋可以看出——持續受到採取。在此一商業性言論受較低保護的立場下，衍生二項重要的議題：一是如何界定商業性言論；蓋將商業性言論與一般言論區別對待，即須以能夠適當界

166 相關解釋例如司法院釋字第445、644號解釋。並參照林子儀，言論自由導論，收於：李鴻禧等著，台灣憲法之縱剖橫切，頁156-160（2002年）；法治斌、董保城，憲法新論，7版，頁288-289（2020年）；陳仲嶼，評人體研究法的倫理審查機制——憲法疑義與修正建議，政大法學評論，143期，頁203-204（2015年）。

167 相關解釋例如司法院釋字第407、414、445、577、617、623、644、794號解釋。並參照林子儀（註166），頁154-156；法治斌、董保城（註166），頁289-293；陳仲嶼（註166），頁204。

168 相關解釋例如司法院釋字第414、744、756號解釋。並參照法治斌、董保城（註166），頁276-279。

定二者的差異為前提。二是對於商業性言論之限制應適用何等標準予以審查；蓋在憲法保護上與一般言論的不同，關鍵處即顯現在所連結之審查標準的寬嚴程度。

首先在商業性言論的概念界定上，我國大法官解釋始終未正面給予解答，僅能從部分解釋文句中推敲隱含之意涵。例如司法院釋字第623號解釋提到，「促使人為性交易之訊息，乃促使人為有對價之性交或猥褻行為之訊息（兒童及少年性交易防制條例第二條、第二十九條參照），為商業言論之一種。」司法院釋字第744號解釋提到，「化粧品廣告係利用傳播方法，宣傳化粧品效能，以達招徠銷售為目的，具商業上意見表達之性質。」雖非正面定義性的語句，但在此些出現在不同個別脈絡下的描述性語句，似乎可以隱約看出「促進特定商品或服務之交易」的特徵。藉助學說上對商業性言論概念的分析，及美國*Bolger v. Youngs Drug Products Corp.*案¹⁶⁹的洞察，可以將之進一步解構出二項概念要素：一是涉及產品或服務的交易，二是表意人的經濟動機。此二項要素的同時具備，構築成對商業性言論的適切界定，使其適當地與直接影響民主程序健全之言論相區隔，但亦足以涵蓋到各式各樣商業行銷的策略¹⁷⁰；同時，也和前述大法官解釋隱含的概念特徵相呼應。

其次在審查標準的擇定上，我國釋憲實務已將中度審查標準確立為商業性言論管制之主要審查工具。司法院釋字第577號解釋對於所適用之審查標準，以下述語句描述：「國家為保障消費者獲得真實而完整之資訊、避免商品標示內容造成誤導作用、或為增進其他重大公益目的，自得立法採取與目的達成有實質關聯之手段」（粗體為本文所加）。最晚近的司法院釋字第794號解釋，亦類似地表示：「國家為保障消費者獲得真實而完整之資訊，避免商品廣告

169 See *Bolger v. Youngs Drug Products Corp.*, 463 U.S. 60 (1983).

170 陳仲嶼（註142），頁115-117、126-128。

或標示內容造成誤導作用，或為增進其他重要公共利益目的（如保護國民健康），自得立法採取與上述目的之達成間具有實質關聯之手段，限制商品廣告」（粗體為本文所加）。由這些文句均可看出，所適用者為中度審查標準¹⁷¹。值得注意的是，相關大法官解釋在美國*Central Hudson*標準影響下，將「內容虛偽不實或產生誤導作用」及「以違法交易為目的」這二類商業性言論，排除在憲法保障之外¹⁷²，因而引發進一步的議題：對該二類商業性言論，應連結何種審查標準？司法院釋字第623號解釋針對「以違法交易為目的」的類型，提供了解答。在面對屬於「促使非法交易活動」性質之系爭「促使人為性交易之訊息」的管制，大法官採用「立法者基於維護公益之必要，自可對之為合理之限制」（粗體為本文所加）的合理審查標準¹⁷³。最後可以附帶一提的是，針對商業性言論之事前審查，應適用與一般言論相同的原則違憲標準，或仍可能因所涉脈絡的特質而降低審查密度，似仍留存爭執空間。早期的司法院釋字第414號解釋，在面對藥物廣告的事前審查規定時，簡略地以「為增進公共利益所必要」即認定合憲，顯然採取寬鬆看待的立場。但在晚近針對化粧品廣告事前審查的司法院釋字第744號解釋，大法官不但引進原則違憲的高標準，且未考量系爭標的屬商業性言論而調

171 關於中度審查標準在目的與手段上之要求，參照例如林子儀，言論自由的限制與雙軌理論，收於：言論自由與新聞自由，頁145（1999年）；林子儀（註166），頁167；黃昭元，憲法權利限制的司法審查標準：美國類型化多元標準模式的比較分析，臺大法學論叢，33卷3期，頁83-84（2004年）；李建良，論基本權利的位階次序與司法審查標準，收於：憲法理論與實踐（三），頁94-99（2004年）；法治斌、董保城（註166），頁231-232、235-236。余雪明大法官於司法院釋字第577號解釋之協同意見書中，亦指出該號解釋採用的是中度審查標準。

172 例如司法院釋字第794號解釋表示，「其內容須非虛偽不實或不致產生誤導作用，並以合法交易為目的而有助於消費大眾作出經濟上之合理抉擇者，始受憲法第11條言論自由之保障」。司法院釋字第577、623、744等號解釋均有類似表述。

173 關於合理審查標準在目的與手段上之要求，參照例如林子儀（註171），頁143；林子儀（註166），頁167；黃昭元（註171），頁83-84；法治斌、董保城（註166），頁229-230、236-237。

降審查密度，則是否司法院釋字第414號解釋已被推翻，或是在標的不同的考量下僅將本案與司法院釋字第414號解釋予以區別（distinguish）？存在不同解讀¹⁷⁴。本文認為有待未來釋憲實務發展加以釐清，且因本文討論未涉事前審查情形，於此不擬妄下論斷。

基於上述對審查架構之理解，接下來的合憲性分析，將依三步驟開展。首先藉由管制標的是否為商業性言論、是否以違法交易為目的或內容為虛偽不實或具誤導性等問題之判斷，決定應適用之審查標準。於審查標準擇定後，則依序檢視其所要求之政府利益與管制手段的門檻能否跨越。故以下即將以審查標準擇定、政府利益分析與管制手段分析三小節進行探討¹⁷⁵。

2. 審查標準擇定

社會揭露法制所觸發的審查標準為何，依循前小節觀察司法院釋字第577、623、794等號大法官解釋所建立之架構，仰賴下述問題的回答：社會揭露管制所限制者是否為商業性言論？若然，進一步探問所限制之言論，是否以違法交易為目的，或內容為虛偽不實或具誤導性？若然，適用合理審查標準；若否，則適用中度審查標準¹⁷⁶。

174 參照司法院釋字第744號解釋蔡明誠大法官協同意見書、黃瑞明大法官協同意見書、湯德宗大法官部分協同意見書、許宗力大法官協同意見書、黃昭元大法官協同意見書；劉靜怡，事前審查所為何事？——司法院釋字第七四四號解釋簡評，月旦法學雜誌，267期，頁198-199（2017年）。

175 值得附帶說明的是，雖然前文透過美國實際案件彰顯合憲性議題在社會揭露上之重要意涵，同時，我國言論自由之釋憲實務亦深受美國影響，但我國釋憲見解仍不完全與美國相同。如前文所提及之Zauderer標準，在我國即不存在；我國商業性言論審查標準雖受Central Hudson標準影響，但卻不一致。本文後續分析依我國釋憲實務見解開展，合先敘明。

176 陳仲嶼（註142），頁113。

第一，社會揭露管制所限制者是否為商業性言論？美國法院判決並未正面回答此一問題¹⁷⁷，我們也就無法從中得到借鏡。美國法院的迴避解答，某程度源於商業性言論的明確疆界仍未被全然釐清¹⁷⁸。如前所述，本文採納既有針對商業性言論概念之研究所提出的主張，認為商業性言論概念係由二項核心要素共同構成，一是涉及產品或服務的交易，二是表意人的經濟動機。在此概念理解下，社會揭露法制所限制之標的，應落入商業性言論之範疇，受相較一般言論類型為低的保障。首先，雖然社會揭露之資訊內容——也就是公司在環境、社會、勞工、人權等面向之有關行為——乍看之下似乎並不直接涉及商品或服務之交易，但其延伸財務資訊揭露法制而來的發展背景，以及建立於投資人關切非財務資訊的理論基礎和法制建構，都在在顯示社會揭露資訊乃以「股票」等有價證券之交易為目的的言論。第二，社會揭露有關資訊之表意人為企業，其對是否、如何以及以何種方式表達相關內容，基於吸引投資人而升高其股價或有價證券價值之期望，而具有明確的經濟上利害。因此，社會揭露法制所涉之標的，符合商業性言論之概念要素。值得釐清的是，前文闡述社會揭露之制度目的時，曾提及除從投資人利益的角度來為社會揭露賦予正當性外，社會揭露尚有另一個重要面向之功能，即在作為影響公司行為的管制工具，以追求多樣化的公共利益¹⁷⁹；而此處之分析，為何僅著眼於投資人對公司有關資訊之關

177 *National Association of Manufacturers v. SEC*, 748 F.3d 359, 372 (D.C. Cir. 2014) (“Having established that rational basis review does not apply, we do not decide whether to use strict scrutiny or the *Central Hudson* test for commercial speech. That is because the final rule does not survive even *Central Hudson’s* intermediate standard.”).

178 DANIEL A. FARBER, *THE FIRST AMENDMENT* 157 (2d ed. 2003); EUGENE VOLOKH, *THE FIRST AMENDMENT AND RELATED STATUTES* 190 (3d ed. 2008); JEROME A. BARRON & C. THOMAS DIENES, *FIRST AMENDMENT LAW IN A NUTSHELL* 171 (4th ed. 2008). 美國聯邦最高法院於 *In re Primus* 案中，亦承認商業言論與非商業言論之界線「不會總是容易劃出」，*In re Primus*, 436 U.S. 412, 438 n.32 (1978).

179 參照前文「壹、二」。

心？理由在於，此處係試圖界定管制標的之言論類型，而非關注社會揭露要求的制度功能。即便社會揭露法制具有多重之目的與價值，其所針對之標的言論，確實具有連結股票等有價證券交易，以及表意人對升高該等股價或有價證券價值存在經濟利害之本質，而落入商業性言論的範疇。

在商業性言論的審查架構下，其次應探究者，係所限制之言論是否以違法交易為目的，或內容為虛偽不實或具誤導性。由於社會揭露法制係在要求企業提供更多資訊，並非在打擊、消弭企業自行散布之虛偽不實或具誤導性的表述，且並非以違法交易為標的，故此一探問之答案為否定，所適用之審查標準應為中度。

值得附帶一提的是，美國的Zauderer標準的思考路徑，也就是考慮對事實且無爭議資訊之強制揭露調降審查密度，似有值得借鏡之處。畢竟，事實且無爭議之資訊的強制揭露，有助於有社會價值之資訊的流通、利用，對言論自由不但不是減損，反有正面的效應。但因該標準不存在於我國釋憲實踐中，本文無須申論該標準在此脈絡下的解釋應用。以下將針對中度審查標準之操作開展分析。

3. 政府利益分析

若適用者為寬鬆審查標準，在目的面向僅要求正當之政府利益；而承前所述此處應適用者為中度審查標準，所要求者便提升至重要之政府利益。中度審查標準為立法能否通過審查設下一定高度的門檻。故而社會揭露所追求之政府利益為何，必須仔細探究。

首先，社會揭露之內容，可能為投資人所關心，故促進投資人之利益本身，可作為一項正當之政府利益。投資人很可能會有興趣知悉企業對法令之遵循狀況，因為法令遵循直接衝擊企業後續的經濟利益，也呈現企業管理上的正直誠信與品質。另外，投資人也可能對超出法令遵循的其他社會揭露資訊有興趣，因為企業的社會觀

感也可能影響該企業的獲利；而且，會以社會或環境視角篩選投資對象的投資人，事實上也愈來愈多。基此，社會揭露要求有助於滿足投資人作成投資決定之資訊需求，具有正當之政府利益¹⁸⁰。然而，非財務資訊是否普遍地受到投資人之關注，仍有爭議；或至少，尚未能與財務資訊之重要性等量齊觀。因此，從對投資人利益之觀點出發能否跨越重要政府利益的門檻，或仍留下爭執的空間。

其次，社會揭露制度之功能的更大比重，落在追求投資人利益以外的社會價值。揭露要求可作為影響公司行為的管制工具，來追求多樣化的公共利益¹⁸¹。而此公共利益的重要性不能一概而論，必須就所要求之個別揭露內容或項目所欲達成的目標而定。舉例來說，衝突礦石之社會揭露，係為緩解特定區域的人權危機；要求揭露勞工的群體比例、工時與其他勞動條件，係為追求平等就業機會與適足之勞動環境；要求揭露溫室氣體及其他空氣污染物排放量及減排措施，係為促成溫室效應與空氣污染之減緩。目的不同，在政府利益的評價上也有或高或低的結果。而此等評價，應放在個別社會脈絡下觀察。舉例來說，美國與歐盟陸續建立了針對剛果與其周圍國家、「受衝突影響與高風險區域」之衝突礦石的揭露法制，顯見該等人權議題在這些法域社會所受之高度重視，但在我國該等議題則幾未引起太多社會關注。相對地，在我國一連串食安、環境重大事件之後，食安與環境議題成為企業社會責任中最廣受社會矚目的焦點；這從我國社會揭露法制的發展歷程¹⁸²，以及現行規範針對食品、化工、餐飲等產業的強化要求，可以得到印證。基此，倘若社會揭露法制係以追求所在法域社會當中具高度重要性之政府利益，即易於通過目的層次的檢驗。相對地，倘若社會揭露法制僅以

180 Williams, *supra* note 25, at 1277-89. See also Monsma & Olson, *supra* note 1, at 158-61; 蔡昌憲(註5)，頁141-146。

181 Doorey, *supra* note 24, at 372-73.

182 參照尹慧中等著(註30)，頁69-70。

追求較不重要的政府利益，則恐難跨越中度審查標準所要求之門檻。

4. 管制手段分析

在適用中度審查標準的情況下，所選擇之手段須與目的之達成間具有實質關聯，也就是要求一定程度的契合性。而概括來說，揭露規範此一手段對於管制對象之行為具有一定之影響力，而屬具實質關聯的手段。但是，揭露管制之具體樣貌有不同的可能性。事實上，前節即已將社會揭露之管制手段模式依全面性、具體性與強制性進行類型化，而在這些面向上的不同設計，將影響合憲性的判斷。例如，特定管制模式可能不構成對憲法權利的限制，或對言論自由影響輕微而主要僅構成對財產權的侵害，因而不觸發前開中度審查標準之適用。另外，如特定管制模式在追求之目的上涵蓋廣泛，亦影響目的與手段之檢視。以下將從前揭類型化之管制模式的視角，進行手段層次的分析。

首先，在強制性之面向採取軟法引導而對未遵循者不施加強制效果者，可能不引發合憲性的問題，蓋此種手段訴諸企業自願性的行動，不構成對憲法權利的限制；例如「上市上櫃公司永續發展實務守則」未被納入年報準則之事項，屬此種情形¹⁸³。其次，較弱的

183 此外，近年時興的公司治理評鑑原亦屬軟法之適例，惟在金管會於2020年1月22日修正年報準則第10條第3款以及公開說明書準則第10條第1項第6款後，情況轉為複雜。公司治理評鑑本身，雖有事實上之影響力（例如因未符合潛在面臨之行政指導壓力，或同儕比較進而衍生之市場壓力，而影響公司行為），但無法律上之直接強制效果；是以，此種規範工具原則上屬於較不生合憲性問題的軟法管制工具。參照張明輝，*公司治理策略地圖：提升公司治理評鑑之必備步驟*，頁34-49、219-222（2015）；朱竹元（註55），頁44-45；蔡昌憲（計畫主持人）、林仁光、江耀國、邱馨萱、陳文心、廖沿臻（註160），頁54-55、58、62-63。然而，金管會於2020年1月22日修正年報準則第10條第3款以及公開說明書準則第10條第1項第6款中，有關於公司治理報告應記載事項之規定：「上市上櫃公司於最近年度公司治理評鑑結果屬最後一級距者，或最近年度及截至年報刊印日止，曾遭變更交易方法、停止買賣、終止上市上櫃，

強制性之管制，例如允許解釋不遵循的理由而成為合法（「遵循或解釋」模式），或不要求第三方驗證所揭露事項，由於容忍對切實揭露的某程度規避，可能被認為屬對言論自由侵害輕微的手段。類似地，在具體性的面向採取較弱之管制模式，例如對要求揭露事項僅給予概括描述、允許多樣的標準供遵循等，給予相當大程度的遵守彈性，亦可能被認為屬侵害輕微的手段。相對地，採取要求具體而高度強制的管制模式，即無法迴避合憲性的挑戰。在此情況下，若追求較不重要的政府利益，可能無法通過目的層次的門檻要求，或手段被認為逾越追求目的之必要範圍。而在採取全面性之揭露模式時，由於打擊範圍廣泛多樣，其中固然可能包含具高度重要性之政府利益，但也必然涵蓋重要性較薄弱的政府利益，這使得通過中度審查面臨高度挑戰。此即意味著，同時採取具體、強制而全面的社會揭露管制模式，恐伴隨較高的違憲嫌疑。

或其他經公司治理評鑑委員會通過認為應不予受評者。」故以年報為例，若最近年度公司治理評鑑結果屬於後20%者或其他經公司治理評鑑委員會通過認為應不予受評者，於2020年上半年編製2019年報時，除個別揭露董事與監察人酬金外，同時須個別揭露前五位酬金最高之主管（例如總經理、副總經理、執行長或財務主管等經理人）的酬金資訊。這意味著，公司未有效遵守公司治理評鑑指標之相關自律規範，即須依年報準則、公開說明書準則揭露個別董監、經理人之酬金。此等效果具法律上拘束力，限制公司之不表意自由。參照蔡昌憲，我國股權性質群眾募資之管制發展：從創櫃板到民間募資平台，臺大法學論叢，45卷1期，頁301-303（2016年）。伴隨而來的問題是，就前述年報準則、公開說明書準則將未積極遵循「公司治理評鑑指標」的自律規範連結到「個別揭露排名後20%之高管薪酬」而言，既具有干預人民權利之效果，則公司治理評鑑之辦理及與強制揭露之連結，是否具有明確之法律授權？參照蔡昌憲（計畫主持人）、林仁光、江耀國、邱馨萱、陳文心、廖沿臻（註160），頁58。綜上，原本單純之公司治理評鑑，雖引導一定實體內容或業者先前未從事之行為，但仍屬較為溫和或軟性之規範型態。然自從2020年1月年報準則、公開說明書準則獲修正，將公司治理評鑑指標遵循落後者賦予「個別揭露排名後20%之高管薪酬」等效果後，其性質——至少在特定情形——似已發生改變，而引致是否合於法律保留原則與比例原則等憲法疑義。此乃吾人未來針對以揭露做為管制手段在不同環境與內容下的可能變遷上，饒富興味而值得繼續探索之主題。

（三）小結

在全面性、具體性與強制性等三個面向的光譜下，本來存在眾多不同的可能設計及其組合（參照前文「肆、二」），但在追求實效性與合憲性之目標下，值得考慮的選項就受到高度局限。透過本節「肆、三」前面二小節之分析，這些少數選項逐漸浮現出來。

詳言之，建立全面、具體而強制的管制規範，是追求實效性下的理想目標；然而值得一併關注的是，它卻同時是具有高度違憲可能的選項。這是因為，採取具體而強制的規範，無法藉由不構成侵害手段或僅構成輕微侵害手段之理由而迴避合憲性的挑戰；而在進入合憲性分析時，又因為全面性的廣泛射程勢必涵蓋到重要性較薄弱的政府利益之追求，使此等管制難以通過應適用之中度審查標準的考驗。因此為兼顧合憲性的考量，有需要思考在全面、具體與強制等面向有所退卻的不同選項。而從前文合憲性的分析中可以發現，企業社會揭露法制所追求之政府利益為何，乃是關鍵之點，可作為思考的起點。

倘若能夠特定出個別之目的，在追求明確跨越「重要」程度之政府利益，則在強化實效性的目標下，可以搭配採取具體而強制的管制模式；因為即使採取具體而強制的管制模式，也仍然得以通過合憲性的要求。至於搭配概括或降低強制性（弱強制性或無強制性）的管制選項，由於相對於搭配具體而強制的模式，減損了實效性，在具體而強制的模式可以採取的情況下，這些選項也就無需考慮了。也就是說，在特定事項之揭露要求係在追求重要之政府利益的前提下，採用特定搭配具體而強制的管制模式，是一項能夠符合憲法限制又盡可能發揮實效的選擇。

相對地，倘若希望提供公眾廣泛多元之資訊，而得以貢獻於追求多樣化公共利益之實效——也就是採取涵蓋全面的管制模式類型——，則因為所涉政府利益不可避免地涵蓋到不及「重要」程度

者，將面臨難以通過中度審查標準的挑戰；為遵循憲法劃下的界限，必須透過緩和強制性（例如採取軟法引導模式、採取「遵循或解釋」模式，或不要求第三方驗證等）與降低具體性（例如對要求揭露事項僅給予概括描述、允許多樣的標準供遵循等）之作法，使系爭管制不構成侵害手段或僅構成輕微侵害手段，進而消弭違憲之疑慮。而在緩和強制性與降低具體性時，固然理論上有多種選擇的可能性，但其中「無強制性搭配具體性」，以及「概括性搭配強制性」與「具體性搭配弱強制性」等規範模式，恐怕都不是最佳的選項。徹底無強制性之策略，也就是採取軟法模式，因不構成侵害手段而可輕易擺脫違憲質疑；但完全仰賴企業的善意遵守，將使得揭露資訊品質難以期待而嚴重減損實效性。至於概括性搭配強制性規範的策略，則僅仰賴概括要求所容留的遵循彈性來嘗試脫免合憲性挑戰，在具有高度威脅的強制效果下，是否已足以構成僅屬輕微侵害，仍有疑問。類似地，採取具體性搭配弱強制性的策略，僅仰賴透過採取「遵循或解釋」模式或不要求第三方驗證等緩和性的作法來嘗試迴避合憲性問題，由於要求具體且仍具有一定程度強制效果，對受規範者是否僅構成輕微侵害，也同樣面臨相當爭議。因此，為兼顧實效性的追求與合憲性的確保，似乎採取較弱但尚有某程度強制效果（即弱強制性）搭配容留遵循彈性的某程度概括性之管制模式，會是值得考慮的方向；而此種中間型態的管制策略，事實上也已可從歐盟2014年95號指令、我國針對所有公開發行公司之規範等實定法上看到。

四、制度模式之選擇運用：對我國的法制建議

在分析了制度模式之類型及其於實效性與合憲性上的優劣勢之後，本節將回頭檢視我國法制，並藉由前文論述，提出對我國法制改革之建議。

回顧前文「貳」及「肆、二」之分析可知，我國在非屬三種特定事業之其他公開發行公司之法制，在具體性面向上相當抽象而容留高度彈性，強制性面向上亦因欠缺認證要求與不實處罰之規範而有所弱化，使之較有空間維持合憲性。相對地，在針對三種特定受規範類型之事業的社會揭露管制，採取的是全面性，並具有高度具體性與偏向高度強制性之規範。然而如前所述，此種管制模式恐難通過中度審查的目的門檻。雖然此一規範之浮現乃源於食安、環境等事件受到高度重視，所涉之政府利益具有高度重要性；然而，因此採取全面揭露之要求——即要求揭露與食安或環保無關之資訊——卻明顯逾越限度，無法通過與目的達成具實質關聯的手段層次檢驗。或有認為，我國該等揭露管制乃是證交所與櫃買中心等私法人以私法行為加諸之要求，並非憲法權利拘束之對象。然如前所述，不論證交所與櫃買中心是否被認定為受委託行使公權力，均應被理解為承擔管制任務之管制單元¹⁸⁴；而針對系爭企業之社會揭露要求，其乃是為配合金管會推動之政策並以制定相關作業辦法規定為依據所為，即使被定性為私法行為，亦屬國家之私經濟行政行為。而國家為達成公行政任務，不論採取公法形式或私法形式之行為，均應受到憲法權利之直接拘束，不僅係學說上之主張¹⁸⁵，亦已受司法院釋字第457號解釋所肯認¹⁸⁶。基於上述理由，我國針對三種特定事業之社會揭露要求，雖循迂迴路徑進行管制，並不能因此脫免合憲性的檢驗；否則亦將導致國家恣意避難至私法之流弊。

以前述分析為基礎，本文認為未來我國法制之「立法論」改革，應從要求揭露的事項及其追求之政府利益出發，來進行類型化

184 參照前揭註161。

185 許宗力，基本權利對國庫行為之限制，收於：法與國家權力，增訂2版，頁37-66（1993年）。並參照李惠宗，憲法要義，6版，頁112-113（2012年）。

186 司法院釋字第457號解釋指出：「國家機關為達成公行政任務，以私法形式所為之行為，亦應遵循上開憲法之規定。」（所謂上開憲法規定係指憲法第7條之平等權規定及增修條文第10條之促進兩性地位實質平等之要求。）

的處理。某些揭露事項所追求政府利益，足夠重要到明確高於中度審查標準之門檻，但某些揭露事項所追求政府利益則有跨越門檻的困難。因此，從我國政治、經濟、社會背景出發，特定出某些普遍被認為具重要性之政府利益，就可以搭配具體而高強制性的揭露要求。相對地，在此之外的其他社會揭露要求，或許就可配套概括而弱強制性的制度設計。更具體來說，即規劃以下雙軌的社會揭露要求：

(一) 第一軌

要求上市上櫃公司提交永續報告書，並對報告內容給予廣泛而概括的描述，允許遵循國際間多種有影響力的標準，同時對於經公正第三方認證採取鼓勵而非強制的立場。

我國現行針對所有公開發行公司之規範，事實上已經採取了此種配套全面、概括而弱強制性的管制模式。如前文「肆、三、(三)」所做的歸納分析，此一模式選擇可以獲得支持。而若要再精益求精，則本文建議得參酌歐盟2014年95號指令，對於得採行之準則與遵守方式揭示多樣化的例示，提供彈性、又給予指引。更明確地說，現行透過年報準則連結上市上櫃公司永續發展實務守則，採取「遵循或解釋」模式之架構，大體上符合本文此處第一軌之建議。不過，年報準則與上市上櫃公司永續發展實務守則僅表明「編製永續報告書應採用國際上廣泛認可之準則或指引，以揭露推動永續發展情形，並宜取得第三方確信或保證，以提高資訊可靠性。¹⁸⁷」未進一步指出哪些準則或指引屬於「國際上廣泛認可之準則或指引」、「第三方確信或保證」之第三方包含何者以及確信或保證之踐行方式等。此一作法留下彈性空間，值得肯定；惟若能提供例示，或給予進一步說明，或更有引導作用。

¹⁸⁷ 上市上櫃公司永續發展實務守則第29條。

至於在我國現行規範採取「遵循或解釋」模式的背景下，是否將藉由解釋理由以迴避遵循的選項取消，或改採南非的「應用並解釋」模式，提高強制性以促進實效，會是值得考慮的改革方向呢？我國現行規範係透過採取「遵循或解釋」模式及對是否經公正第三方認證容留空間之作法，來緩和管制之強制性。取消「或解釋」之選項——也就是必須遵循——，或改採不但必須遵循且須解釋如何遵循之「應用並解釋」模式，將改變系爭規範在強制程度上的定位，也很可能帶來企業之反彈。由於強制性之緩和將變為僅倚靠不硬性要求第三方認證的設計，即使搭配揭露內容要求的概括性，是否構成僅屬輕微侵害，未必沒有爭議。雖然本文支持保留較大的立法裁量空間，不否定此種管制設計的合憲性，但在社會揭露於我國仍處逐步發展、待尋求接受與共識之階段，本文並不贊成於第一軌全面性揭露要求法制中，立即採取較強烈的「應用並解釋」模式，而宜待未來視具體發展再行評估。

（二）第二軌

針對重要之特定事項，具體化揭露內容與步驟，比照財務報告要求揭露，連結第三方認證與不實處罰之法律效果。

前文所提及之美國與歐盟的具體性特別揭露¹⁸⁸，均係針對特定事項所為之具體揭露要求，而此種模式在我國目前法制中並不存在。雖然現行規範針對三種特定類型事業提升管制強度，背後有對食安、環境、其他重大社會影響等某些法益之考慮，但所建立之制度，是針對特定事業加諸全面性揭露之要求。此種作法如前已指出的，存在較高違憲疑慮，不宜採取。未來的強制性要求應從事業類型，轉向以揭露事項為切入點，針對特定事項建立聚焦性的揭露要求，較可迴避合憲性的挑戰。舉例來說，有鑑於近年來空氣污染對

188 前文「參、一、(二)」及「參、二、(二)」。

國民健康之威脅引發社會關注，可建立針對固定污染源之排放標準遵守情形、污染防治設備之維護與更新、未來減排之規劃與執行、公務使用交通工具之安排，乃至對員工使用大眾交通工具的鼓勵機制等之揭露要求，即本文所謂具體性之揭露法制。

而何等事項得作為連結強制性規範之揭露標的？應視所追求之目的是否得以通過中度審查標準所要求之重要政府利益。在法律保留原則下，此等強制性規範應以明確之立法或立法之授權為依據；因此，立法者應當作為第一線的決斷者，來認知何等目的之追求乃是對現今社會具重要性之價值，以形塑具體的揭露事項。倘若立法者基於專業性或事務變遷性的考量，未直接完成鉅細靡遺的規範，而將某程度進一步細緻化的權限授予金管會或其他目的事業主管機關，則被授權之行政機關就也在事項的認知與形塑上扮演一定的角色。然而，立法與行政等政治部門所為判斷，最終須受釋憲機關的合憲性控制。亦即，若公司認為系爭揭露要求違憲侵害其權利，司法院大法官將有權檢視立法與行政部門所設定之目的追求，是否能通過中度審查標準的要求。

以證交法於2018年12月增訂之有關公司員工平均薪資及調整情形資訊之揭露¹⁸⁹為例，就是立法者在無數潛在的事項中，考量勞工薪資未隨企業利潤成長之低薪化問題所受重視，因而擇定有關員工薪資之事項要求揭露，作為提升勞工薪資的政策工具。其所追求政府利益，也就是對低薪化問題之應對，已成為當前最牽動社會與政治動量、最被視為亟待解決的議題之一，應明顯可越過中度審查標準的門檻。又如金管會政策規劃中正持續受重點推動的氣候變遷風險揭露¹⁹⁰，未來若被立法擇定為強制性揭露之標的，提供明確的

189 參照前揭註29。

190 參照上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法第4條第4款第2目；金融監督管理委員會，綠色金融行動方案2.0，2020年8月，<https://www.fsc.gov.tw/websitedowndoc?file=chfsc/202008270932220.pdf&filedisplay=%E7%B6%A0>

授權基礎，則該事項亦應可獲得支持。蓋全球氣候變遷對人類社會所造成的威脅迫切且現實，企業將其伴隨風險之緩解與調適納入考量，不僅是投資人關切之處，亦為社會全體重大利益所繫，符合中度審查在政府利益上之要求。

伍、結論

傳統證券市場之資訊揭露範疇，因應對投資人利益的新理解與一般化之公共利益的追求，而產生了擴大的動向。除了公司的財務資訊外，投資人對非財務資訊（例如在環境、社會與公司治理上的表現），亦日漸關注；非財務資訊被認為對於穩定現代資本市場具有同等的重要性。此外，企業社會責任有關資訊的揭露要求，將塑造一種良善企業的氛圍，促使公司自願性地調整行為，進而達成環境與社會等多面向公共價值的實現。因而社會揭露如何納入證券交易法制當中，已成為廣受重視的議題。

從各國相關法制的發展可以看到，企業社會揭露可能以不同的面貌出現。美國的一般揭露法制雖亦涵蓋某些非財務資訊，但非針對社會揭露而設；美國法制中最受矚目者，是其創設了以金融改革法之衝突礦石條款為代表的多項具體性特別揭露法制。相對於美國

%E8%89%B2%E9%87%91%E8%9E%8D%E8%A1%8C%E5%8B%95%E6%96%B9%E6%A1%882.0.pdf (最後瀏覽日：2022年8月23日)。舉例言之，緣金管會於2022年3月3日發布「上市櫃公司永續發展路徑圖」，分階段推動上市櫃公司揭露溫室氣體的盤查資訊；其分別在證交法第36條第4項及第30條第2項的授權下，近日規劃透過「年報準則」及「公開說明書準則」之修正，要求符合一定條件之公司應揭露氣候相關資訊。參見金管會新聞稿，金管會研議修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」第10條及「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」第32條、第39條條文草案，金管會，2022年8月4日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202208040001&dtable=News (最後瀏覽日：2022年8月22日)。

的發展，歐盟除了在晚近也吸取美國經驗通過了獨特的衝突礦石立法，其更具特色的，則是主要由2014年95號指令所建構的全面性綜合揭露法制。我國則是透過年報準則與「上市上櫃公司永續發展實務守則」的連結，以及「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」與「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」的規範，分別構築出概括而彈性與具體而強制的二套法制。從全面性、具體性與強制性這三項重要視角切入，不同的管制模式在實效性與合憲性上表現出不同的優、劣勢，值得立法者關注、思考與抉擇。

本文主張，盡可能促成實效乃是制度選擇可欲的目標；惟在此同時，並須注意到合憲性的挑戰。在各種管制模式當中，具體而強制的揭露要求固然是追求管制效果值得考慮的方向，但由於無法迴避合憲性的問題，倘若搭配全面性的揭露模式，將因很可能涵蓋到重要性較薄弱的政府利益，而難以通過中度審查標準的檢驗。這意謂著我國現行「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」與「上櫃公司編製與申報永續報告書作業辦法」針對三種特定事業的規範，將伴隨較高的違憲疑慮。展望未來，本文建議在憲法拘束下致力追求社會揭露法制之量能，可以採取雙軌制的立法論方向：一方面從我國政治、經濟、社會背景出發，特定出某些普遍被認為具重要性之政府利益，搭配具體而高強制性的揭露要求；另一方面，對於全面性的社會揭露報告，配套概括而弱強制性的制度設計。

參考文獻

1. 中文部分

- 文大中（2016），臺灣證券交易所之法律地位——以行政法觀點檢討其與發行公司或證券商之法律關係，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。
- 尹慧中、林政鋒、黃晶琳、陳景淵、曾桂香、鐘惠玲、何佩儒、邱馨儀、黃文奇、高行、張義宮、葉家瑋、何秀玲、馬瑞璿、陳昱翔、郭及天、張為竣、劉怡妤、李至和、夏淑賢、陳美君、曾仁凱、詹惠珠、蕭君暉、吳靜君、黃淑惠、陳美玲、曾婉琳、簡永祥、宋健生（2016），企業社會責任年鑑編輯委員會編，2016企業社會責任年鑑，新北：經濟日報。
- 朱竹元（2016），企業社會責任與永續發展策略——企業的全球通行證，臺北：財團法人資誠教育基金會。
- 李秀玲（2010），鼓勵引導上市上櫃公司履行企業社會責任，證券櫃檯月刊，147期，頁6-13。
- 李建良（2004），論基本權利的位階次序與司法審查標準，收於：憲法理論與實踐（三），頁73-140，臺北：學林。
- 李惠宗（2012），憲法要義，6版，臺北：元照。
- 林子儀（1999），言論自由的限制與雙軌理論，收於：言論自由與新聞自由，頁133-196，臺北：元照。
- （2002），言論自由導論，收於：李鴻禧等著，台灣憲法之縱剖橫切，頁103-179，臺北：元照。
- 林仁光（2016），2015年公司法與證券交易法發展回顧，臺大法學論叢，45卷特刊，頁1679-1725。
- 林建中（2013），從證券法觀點觀察強制公開揭露理論的界線與替代模型，科技法學評論，10卷2期，頁73-109。

- 法治斌、董保城(2020), 憲法新論, 7版, 臺北: 元照。
- 邵慶平(2019), 2018年公司法與證券交易法發展回顧, 臺大法學論叢, 48卷特刊, 頁1733-1760。
- 許宗力(1993), 基本權利對國庫行為之限制, 收於: 法與國家權力, 增訂2版, 頁1-71, 臺北: 月旦。
- 陳仲嶙(2011), 商業性言論憲法解釋十年回顧與評析, 中原財經法學, 27期, 頁101-150。
- (2015), 評人體研究法的倫理審查機制——憲法疑義與修正建議, 政大法學評論, 143期, 頁191-237。
- 陳彥良(2016), 公司社會責任與永續發展原則之交錯, 收於: 賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會編, 當前公司與證券法制新趨勢: 賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集, 頁65-88, 臺北: 元照。
- 張明輝(2014), 台灣接軌國際的下一步: 企業社會責任報告, 會計師季刊, 258期, 頁32-39。
- (2015), 公司治理策略地圖: 提升公司治理評鑑之必備步驟, 臺北: 財團法人資誠教育基金會。
- 張明輝、楊敬先(2015), 企業社會責任資訊記載不實之法律責任, 證券服務, 641期, 頁24-30。
- 黃昭元(2004), 憲法權利限制的司法審查標準: 美國類型化多元標準模式的比較分析, 臺大法學論叢, 33卷3期, 頁45-148。
- 趙相文(2005), 行業自治作為我國行政任務民營化之方法——以證券市場自律機制為例, 國立臺灣大學法律學研究所博士論文。
- 趙崇聖(2018), 論非財務資訊揭露法制之建置與全球治理, 國立清華大學科技法律研究所碩士論文。
- 蔡昌憲(2016), 我國股權性質群眾募資之管制發展: 從創櫃板到民間募資平台, 臺大法學論叢, 45卷1期, 頁249-313。
- (2018), 從公司法第一條修正談公司治理之內外部機

制——兼論企業社會責任的推動模式，成大法學，36期，頁89-153。

蔡昌憲（計畫主持人）、林仁光、江耀國、邱馨萱、陳文心、廖沿臻（2016），強化我國上市公司內部人股權資訊揭露法規與實務之探討，委託研究計畫期末報告，臺北：臺灣證券交易所股份有限公司。

劉連煜（2019），現代證券交易法實例研習，16版，臺北：元照。

劉靜怡（2017），事前審查所為何事？——司法院釋字第七四四號解釋簡評，月旦法學雜誌，267期，頁194-201。

賴英照（2019），證券交易法五十年，月旦法學雜誌，293期，頁5-26。

2. 外文部分

Baldwin, Robert, and Martin Cave. 1999. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. Oxford: Oxford University Press.

Barron, Jerome A., and C. Thomas Dienes. 2008. *First Amendment Law in a Nutshell*. 4th ed. St. Paul, MN: Thomson/West.

Blake, Allison M. 2014. SEC Cannot Cleanse the Electronics Industry Alone: “Blood Minerals” Mandatory Disclosure Legislation Effective Only If Applied across the Board. *Journal of Corporation Law* 39:395-413.

Choi, Stephen J., and A.C. Pritchard. 2012. *Securities Regulation: Cases And Analysis*. 3d ed. Chicago, Ill.: Foundation Press.

Choudhury, Barnali. 2016. Social Disclosure. *Berkeley Business Law Journal* 13:183-216.

Coffee, John C. Jr., Hillary Sale, and M. Todd Henderson. 2015. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 13th ed. Chicago, Ill.: Foundation Press.

Dixon, Catherine, and Aabha Sharma. 2018. Weil Discusses 2018 10-K

and Proxy Season: Spotlight on Corporate Sustainability. In *The CLS Blue Sky Blog*, <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/24/weil-discusses-2018-10-k-and-proxy-season-spotlight-on-corporate-sustainability/>.

- Doorey, David J. 2005. Who Made That?: Influencing Foreign Labour Practices Through Reflexive Domestic Disclosure Regulation. *Osgoode Hall Law Journal* 43:353-405.
- Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel. 1996. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Farber, Daniel A. 2003. *The First Amendment*. 2d ed. New York, NY: Foundation Press.
- Ghoogassian, Chloe. 2015. Evading the Transparency Tragedy: The Legal Enforcement of Corporate Sustainability Reporting. *Hastings Business Law Journal* 11:361-384.
- Ghoul, Sadok El, Omrane Guedhami, Chuck C. Y. Kwok, and Dev R. Mishra. 2011. Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?. *Journal of Banking & Finance* 35:2388-2406.
- Godfrey, Paul C., Craig B. Merrill, and Jared M. Hansen. 2009. The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis. *Strategic Management Journal* 30:425-445.
- Goss, Allen, and Gordon S. Roberts. 2011. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance* 35:1794-1810.
- Guttentag, Michael D. 2017. Evolutionary Analysis in Law: On Disclosure Regulation. *Arizona State Law Journal* 48:963-993.
- Harper Ho, Virginia. 2017. “Comply or Explain” and the Future of Nonfinancial Reporting. *Lewis & Clark Law Review* 21:317-355.

- . 2018. Nonfinancial Risk Disclosure and the Costs of Private Ordering. *American Business Law Journal* 55:407-474.
- . 2020. Disclosure Overload? Lessons for Risk Disclosure & ESG Reporting Reform from the Regulation S-K Concept Release. *Villanova Law Review* 65:67-158.
- Harper Ho, Virginia, and Stephen Kim Park. 2019. ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting. *University of Pennsylvania Journal of International Law* 41:249-328.
- Jebe, Ruth. 2015. Sustainability Reporting and New Governance: South Africa Marks the Path to Improved Corporate Disclosure. *Cardozo Journal of International and Comparative Law* 23:233-293.
- Karmel, Roberta S. 2016. Disclosure Reform — The SEC Is Riding off in Two Directions at Once. *Business Lawyer* 71:781-834.
- Koch, Dirk-Jan, and Olga Burlyuk. 2020. Bounded Policy Learning? EU Efforts to Anticipate Unintended Consequences in Conflict Minerals Legislation. *Journal of European Public Policy* 27:1441-1462.
- Koh, Jerry K. C., and Victoria Leong. 2017. The Rise of the Sustainability Reporting Megatrend: A Corporate Governance Perspective. *Business Law International* 18:233-258.
- Koh, Ping-Sheng, Cuili Qian, and Heli Wang. 2013. Firm Litigation Risk and the Insurance Value of Corporate Social Performance. *Strategic Management Journal* 35:1464-1482.
- Lambert, Thomas A. 2017. *How to Regulate: A Guide for Policymakers*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mehri, Cyrus, Andrea Giampetro-Meyer, and Michael B. Runnels. 2004. One Nation, Indivisible: The Use of Diversity Report Cards to Promote Transparency, Accountability, and Workplace Fairness.

- Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 9:395-448.
- Monsma, David, and John Buckley. 2004. Non-Financial Corporate Performance: The Material Edges of Social and Environmental Disclosure. *University of Baltimore Journal of Environmental Law* 11:151-203.
- Monsma, David, and Timothy Olson. 2007. Muddling through Counterfactual Materiality and Divergent Disclosure: The Necessary Search for a Duty to Disclose Material Non-Financial Information. *Stanford Environmental Law Journal* 26:137-200.
- Morgan, Brown, and Karen Yeung. 2007. *An Introduction to Law and Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD. 2016. *OECD Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains of Minerals from Conflict-Affected and High-Risk Areas*. 3d ed. Paris: OECD Publishing.
- Orlitzky, Mark, and John D. Benjamin. 2001. Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review. *Business & Society* 40:369-396.
- Orlitzky, Mark, Frank L. Schmidt, and Sara L. Rynes. 2003. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies* 24:403-441.
- Ogus, Anthony I. 2004. *Regulation: Legal Form and Economic Theory*. London: Hart Publishing.
- Park, Stephen Kim. 2014. Targeted Social Transparency as Global Corporate Strategy. *Northwestern Journal of International Law & Business* 35:87-137.
- Sarfaty, Galit A. 2013. Human Rights Meets Securities Regulation. *Virginia Journal of International Law* 54:97-126.
- Schwartz, Jeff. 2016. The Conflict Minerals Experiment. *Harvard Business Law Review* 6:129-183.

- Siebecker, Michael R. 2013-2014. Securities Regulation, Social Responsibility, and a New Institutional First Amendment. *Journal of Law & Politics* 29:535-556.
- Stenkamp, Natasja. 2018. Top Ten South African Companies' Disclosure of Materiality Determination Process and Material Issues in Integrated Reports. *Journal of Intellectual Capital* 19:230-247.
- Stoop, Nik, Marijke Verpoorten, and Peter van der Windt. 2018. More Legislation, More Violence? The Impact of Dodd-Frank in the DRC. *PLoS ONE* 13:1-19. Available at <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC6084930/pdf/pone.0201783.pdf>.
- Sulkowski, Adam, and Sandra Waddock. 2013. Beyond Sustainability Reporting: Integrated Reporting Is Practiced, Required, and More Would Be Better. *University of St. Thomas Law Journal* 10:1060-1085.
- Sulkowski, Adam, and Steven White. 2010. Financial Performance, Pollution Measures, and the Propensity to Use Corporate Responsibility Reporting: Implications for Business and Legal Scholarship. *Colorado Journal of International Environmental Law and Policy* 21:491-514.
- Taylor, Celia R. 2017. The Unsettled State of Compelled Corporate Disclosure Regulation after the Conflict Mineral Rule Cases. *Lewis & Clark Law Review* 21:427-452.
- Tsai, Chang-Hsien, and Yen-Nung Wu. 2018. What Conflict Minerals Rules Tell Us about the Legal Transplantation of Corporate Social Responsibility Standards Without the State: From the United Nations to the United States to Taiwan. *Northwestern Journal of International Law & Business* 38:233-284.
- Volokh, Eugene. 2008. *The First Amendment and Related Statutes*. 3d ed.

New York, NY: Foundation Press.

Williams, Cynthia A. 1999. The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency. *Harvard Law Review* 112:1197-1312.

The Legal Models of Corporate Social Disclosure:

The Perspective of Balancing Effectiveness and Constitutionality

*Chung-Lin Chen**, *Chang-hsien Tsai*** & *Kuan-Chia Liu****

Abstract

Traditionally, the disclosure duty under securities regulation covers only the scope of financial information. However, with the development of the idea of corporate social responsibility, the history of multinational corporations' misbehavior, the great power wielded by the multinationals, and the growth of advocating diverse public interests, mandated disclosure has gradually expanded into nonfinancial information related to environmental, social, and governance ("ESG") performance. Section 1502 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in the United States, Directive 2014/95/EU and Regulation (EU) 2017/821 in the European Union are famous examples of such development. In Taiwan, several rules promulgated by the Financial Supervisory Commission, the Taiwan Stock Exchange Corporation, and the Taipei Exchange have also established social disclosure law. Against this backdrop, it is worth further noting that when including the nonfinancial disclosure requirement into the law, different countries have developed diverse regulatory models.

* Professor, Institute of Law for Science and Technology, National Tsing Hua University.

** Professor and Director, Institute of Law for Science and Technology, National Tsing Hua University.

*** Patent Engineer.

The purpose of this article is to explore the regulatory models from the angles of comprehensiveness, specificity, and compulsoriness, to analyze the strength and weakness of the different regulatory models in terms of effectiveness and constitutionality, and to offer suggestions for future legal reform. This article indicates that while effectiveness is an important goal, policymakers need to pay close attention to the challenge of constitutionality when formulating social disclosure law. Based on the comparative analysis of the different regulatory models, this article argues that the law in Taiwan could be reformed toward the following two tracks of ESG disclosure regulation. One track is specifically designed to pursue certain important governmental interests such as food safety and environmental protection and would be equipped with specific and highly compulsory requirements. The other track establishes a comprehensive reporting requirement but allows for flexibility in compliance by lowering the specificity and compulsoriness of the regulation.

KEYWORDS: social disclosure, corporate social responsibility, social transparency, ESG disclosure, nonfinancial disclosure, sustainability reporting, commercial speech.